

# 进击的数字化, 本土投资者的互联网投资盛宴

2019 年阿里巴巴在港股二次上市拉开了中概股回归港股的序幕, 2020 年以来中美关系再次波诡云谲, 美国参议院通过针对中概股的法案, 引发中概股回归港股的浪潮。中概股(剔除掉已经在 AH 上市公司)行业结构中科技、消费等高估值、高成长性行业占主导, 未来随着中概股继续回归港股, 港股行业中金融地产和科技消费的权重将进一步此消彼长, 新经济板块有望成为港股权重最高的板块, 港股有望成为中国新兴产业投资的前沿阵地。

## 垂直领域内容服务互联网平台迎来新机遇

疫情、5G、政策等多重因素推动传媒互联网领域持续革新。站在 2020 年末, 我们认为在技术变革、用户变迁、产品创新等因素带动下, 传媒互联网仍有很好的成长性, 深入挖掘垂直领域投资机会将会带来较高的回报。重点推荐行业龙头**腾讯控股**(00700.HK), 游戏持续超预期、金融利润加速释放; **阅文集团**(00772.HK), 新管理层战略逐步落地, 新文创推动 IP 价值持续提升; **心动公司**(02400.HK), TAPTA 高速发展, 自研能力持续加强; **富春股份**(300299), RO 流水持续超预期, 字节跳动合作深化; **祖龙娱乐**(09990.HK), 研发实力业内领先, 与腾讯深入战略合作。同时短视频巨头快手和抖音上线在即, 推荐重点关注。

## 流量下沉, 模式创新, 电商行业的新兴业态

过去两年, 电商行业完成了下沉市场的开拓, 保持了高速增长。我们认为在直播带货、社交电商、生鲜电商、社区团购等新兴业态的带动下, 未来两年电商行业仍然能保持 20%-30% 以上的复合增长。重点推荐**京东集团**(09618.HK), 京喜带动流量下沉, 品类结构调整, 履单成本下降; **拼多多**(PDD), 用户流量高速增长, 社区团购引爆新增量; **阿里巴巴**(09988.HK), 核心电商增长稳健, 云计算高速发展; **唯品会**(VIPS), 深耕服饰电商运营, 用户数增长强劲。

## 万物到家时代来临, 生鲜、商超线上化势不可挡

新冠肺炎疫情期间, 安全成为消费的前提, 这极大提高了线上渗透率, 消费者即时消费习惯进一步养成。同时, 除了餐饮外卖, 到家服务正在向更多品类、更多消费场景拓展, 如商超、生鲜、医药、跑腿服务等多个领域, “万物到家”趋势明显。推荐关注本地生活龙头**美团**(03690.HK), 外卖及到家龙头地位稳固, 新业务估值持续提升; **达达**(DADA), 商超到家五年八倍成长空间, 京东到家市占率已达 24%, 价值不断凸显。

## 迎接产业互联网的黄金十年

随着数字化改革的不断深入, 产业互联网迎来了巨大的发展, 未来十年将是产业互联网的黄金十年。推荐重点关注**微盟集团**(02013.HK), **中国有赞**(08083.HK), **明源云**(00909.HK), **贝壳**(BEKE), **光云科技**(688365) 等。

## 海外研究

维持

买入

孙晓磊

sunxiaolei@csc.com.cn

SAC 执证编号: S1440519080005

SFC 中央编号: BOS358

刘凯

liukaizgs@csc.com.cn

SAC 执证编号: S1440518100003

黄旭

huangxu@csc.com.cn

SAC 执证编号: S1440520100002

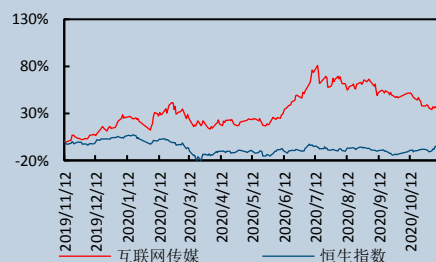
于伯韬

yubotao@csc.com.cn

SAC 执证编号: S1440520110001

发布日期: 2020 年 12 月 01 日

## 市场表现



## 相关研究报告

## 目录

一、中概股回归提升港股新经济权重，互联网投资方兴未艾.....	1
1、为什么港股估值显著低于美股？ .....	1
2、中概股回归有利于提升港股新经济权重.....	1
3、港股结构性牛市有望扩散，互联网投资方兴未艾.....	4
二、疫情促进创新，传媒互联网迎来变革机遇 .....	6
1、游戏：疫情催化结构改革，内容主导市场表现.....	6
2、在线视频：疫情带来负面影响，看好短期复苏.....	11
3、在线阅读：绑定巨头，推广免费阅读，开发 IP .....	14
4、数字音乐：付费化率提高，服务内容扩充.....	15
5、直播板块：头部公司共同拓宽直播场景，培养大众观看直播和付费习惯.....	17
6、短视频：爆发增长，未来空间巨大 .....	18
6.1 快手：由慢向快 .....	18
6.2 字节跳动 .....	23
三、流量下沉，模式创新，电商行业的新兴业态.....	27
1、直播电商：掀起新的电商竞争格局，流量分发权之争将走向何方？ .....	27
2、社交电商：重构“人、货、场”，微信完善商业场景建设 .....	29
3、生鲜电商：如何攻克生鲜品类难题？ .....	31
4、社区团购：关注效率、利润这两个零售本质.....	34
四、万物到家时代来临，生鲜、商超线上化势不可挡.....	37
1、生鲜到家 .....	37
2、商超到家 .....	38
3、社区团购 .....	40
3.1 社区团购简介 .....	40
3.2 竞争格局 .....	42
3.3 主要玩家 .....	42
4、判断展望 .....	44
五、进击的数字化，迎接产业互联网的黄金十年.....	46
1、产业互联网为云计算发展提供新机遇.....	46
2、SaaS 行业是未来云计算发展的黄金赛道.....	50
3、产业数字化的机会，以房地产行业为例.....	59
六、相关标的和投资建议 .....	66
京东集团（9618.HK） .....	66
腾讯控股（0700.HK） .....	66
达达集团（DADA.O） .....	66
美团（3690.HK） .....	66
阿里巴巴（9988.HK） .....	66
拼多多（PDD.O） .....	67
小米集团（1810.HK） .....	67

阅文集团 (0772.HK) .....	67
风险分析 .....	68

## 图表目录

图表 1: 港股估值中枢显著低于美股 .....	1
图表 2: 从 PE 绝对贡献看, 港股和美股差距最大的为信息技术行业 .....	1
图表 3: 近年来港交所和恒生系列指数改革重大事件 .....	2
图表 4: 2020 年港股 IPO 公司中新经济板块占比较高 .....	2
图表 5: 近年来港股金融地产权重在逐步稀释 .....	2
图表 6: 潜在回归中概股名单筛选 .....	3
图表 7: 近年来港股大盘指数显著跑输美股 .....	4
图表 8: 但港股结构性牛市十分强劲 .....	4
图表 9: 互联网投资方兴未艾, 数字内容、电商、本地生活和 SaaS 四个子领域值得关注 .....	5
图表 10: 中国游戏市场规模疫情后保持高速增长 .....	7
图表 11: 中国手游市场规模疫情后保持高速增长 .....	7
图表 12: 中国游戏用户规模趋于稳定 .....	7
图表 13: 中国游戏市场 ARPU 持续提升 .....	7
图表 14: 心动公司收入结构 (百万元) .....	8
图表 15: 游戏业务 MAU .....	8
图表 16: TAPTAP 业务 MAU .....	8
图表 17: 心动网络公司盈利预测 .....	8
图表 18: 祖龙娱乐业务收入结构 (单位: 百万元) .....	9
图表 19: 祖龙娱乐盈利预测 .....	9
图表 20: 腾讯游戏业务 (单位: 百万元) .....	10
图表 21: 网络广告业务 (单位: 百万元) .....	10
图表 22: 腾讯盈利预测 .....	10
图表 23: 游戏业务 MAU .....	11
图表 24: TAPTAP 业务 MAU .....	11
图表 25: 网易盈利预测 .....	11
图表 26: 在线视频市场规模扩张 .....	12
图表 27: 爱奇艺广告收入疫情后恢复 .....	12
图表 28: 主流在线视频网站 APP 的 MAU (单位: 万人) .....	12
图表 29: 2017Q1-2020Q3 爱奇艺营业收入及结构 (单位: 亿元) .....	13
图表 30: ARPPU (单位: 元/人/月) .....	13
图表 31: 爱奇艺订阅会员数 .....	13
图表 32: 爱奇艺盈利预测 .....	14
图表 33: 网络文学市场空间大 .....	14
图表 34: 用户对阅读付费意愿低 .....	14
图表 35: 2015-2020H1 平均月付费用户持续增长 .....	15
图表 36: ARPPU .....	15

图表 37: 阅文集团盈利预测 .....	15
图表 38: 数字音乐市场巨大 .....	16
图表 39: 腾讯音乐 ARPPU 提高 .....	16
图表 40: 腾讯音乐总营收 (单位: 百万元) .....	16
图表 41: 在线音乐用户数据 .....	16
图表 42: 腾讯音乐盈利预测 .....	17
图表 43: 2019Q1-2020Q3 虎牙直播平均季度 MAU .....	17
图表 44: 2019Q1-2020Q3 虎牙直播营收情况 .....	17
图表 45: 2019Q2-2020Q3 斗鱼直播活跃人数 .....	18
图表 46: 2019Q2-2020Q3 斗鱼直播营收情况 .....	18
图表 47: 快手营收快速增长 .....	18
图表 48: 快手带货规模爆炸式增长 .....	18
图表 50: 2017-2020H1 毛利率 .....	20
图表 51: 2017-2020H1 三费比率 .....	20
图表 52: 2017-2020H1 营业收入与增速 .....	20
图表 53: 2017-2020H1 现金及现金等价物 .....	21
图表 54: 2017-2020H1 流动比率与资产负债率 .....	21
图表 55: 快手直播业务收入及增速 .....	21
图表 56: 直播每月付费用户及增速 .....	21
图表 57: 快手广告收费标准 .....	23
图表 58: 快手首页瀑布流展现形式 .....	24
图表 59: 抖音首页大屏下拉模式 .....	24
图表 60: 抖音电商业务 .....	26
图表 61: 抖音短视频、直播购物车入口 .....	26
图表 62: 中国直播电商市场规模 .....	27
图表 63: 2016-2020 年中国在线直播用户规模 (亿人) .....	27
图表 64: 直播电商产业链 (直播平台 and 电商平台单独) .....	27
图表 65: 直播电商产业链 (直播+电商一体) .....	27
图表 66: 淘宝-抖音-MCN/主播分成情况 .....	28
图表 67: 淘宝-快手-MCN/主播分成情况 .....	28
图表 68: 历史上互联网企业流量之争 .....	29
图表 69: 主要社交 App 月活情况 .....	30
图表 70: 中国社交电商行业规模 (亿元) .....	30
图表 71: 社交电商给消费者带来的改变 .....	30
图表 72: 中国社交电商行业参与者分类 .....	31
图表 73: 生鲜电商发展时间轴 .....	32
图表 74: 生鲜产业链 .....	32
图表 75: 生鲜电商模式对比 .....	33
图表 76: 热门生鲜电商发展趋势 .....	34
图表 77: 生鲜电商发展时间轴 .....	35
图表 78: 生鲜产业链 .....	35

图表 79: 社区团购行业特点 .....	36
图表 80: 社区拼团模式的结构 .....	36
图表 81: 社区拼团玩家类型、及部分案例、地区 .....	36
图表 83: 2020 年 6 月不同城市生鲜电商用户渗透率 .....	38
图表 84: 2020 年 6 月不同城市等级生鲜电商用户同比增速 .....	38
图表 86: 全国零售市场规模及增速 .....	39
图表 87: 13-19 年商超宅配 O2O 市场交易规模及增速 .....	39
图表 88: 京东到家营业收入 .....	40
图表 89: 京东到家过去 12 个月 GMV 及活跃消费者数 .....	40
图表 90: 社区团购商业模式 .....	41
图表 91: 社区团购模式发展历程 .....	42
图表 92: 中国生鲜零售市场规模及增速 .....	44
图表 93: 中国社区团购市场规模及增速 .....	44
图表 94: 现阶段中国产业互联网相关要素 .....	46
图表 95: 云计算的三种服务模式: SaaS、PaaS、IaaS .....	47
图表 96: 中国云计算市场中 IaaS 占主导 .....	47
图表 97: 全球云计算市场中 SaaS 占主导 .....	47
图表 98: 中国 IaaS 市场中阿里云市占率超过 35% .....	48
图表 99: 全球 IaaS 市场中 AWS 市占率达 45% .....	48
图表 100: AWS 产品矩阵 .....	48
图表 101: 阿里云的架构及布局 .....	49
图表 102: 腾讯云的构架及布局 .....	50
图表 103: 中国云计算落后美国 5 年以上, 当前国内 IaaS 发展基本成熟, SaaS 进入快速增长阶段 .....	51
图表 104: 中国 SaaS 市场的竞争格局仍较为分散 .....	51
图表 105: 2019 年全球 SaaS 市场 CR5 约为 26% .....	51
图表 106: 美股已培育出一批千亿美元市值的 SaaS 龙头, 但 A 港股仍未有如此大规模的 SaaS 巨头出现 .....	51
图表 107: 近年来我国出台多个政策推动云计算发展 .....	52
图表 108: 企业使用云计算降低的 IT 成本 .....	53
图表 109: 企业使用云计算带来的效果 .....	53
图表 110: 疫情成为 SaaS 行业的加速器 .....	54
图表 111: 疫情加速了 SaaS 市场教育 (万台) .....	54
图表 112: 疫情过后钉钉获得了显著的客户留存 .....	54
图表 113: 中国云计算市场规模 (亿元) .....	55
图表 114: 全球云计算市场规模 (亿美元) .....	55
图表 115: 市场参与者的优势与劣势 .....	55
图表 116: 垂直型和通用型 SaaS 厂商的区别 .....	56
图表 117: 目前国内 SaaS 应用最多的领域是电商零售 .....	56
图表 118: 微盟业务结构 .....	57
图表 119: 有赞产品矩阵 .....	58
图表 120: 光云科技业务结构 .....	58

图表 121: Shopify 产品结构.....	59
图表 122: 2016-2019 年中国产业数字化规模及增速(万亿元) .....	60
图表 123: 不同行业对于云计算需求各异 .....	60
图表 124: 近年来主要地产中观指标增速中枢下移.....	61
图表 125: 近年来主要地产投资指标增速中枢下移.....	61
图表 126: 明源云 4 大 SaaS 产品: 云客、云链、云采购、云空间.....	61
图表 127: 中国房地产市场规模(万亿元) .....	62
图表 128: 二手房中介业务市场规模(十亿元) .....	62
图表 129: 新房代理业务市场规模(十亿) .....	62
图表 130: 传统房屋交易模式 .....	63
图表 131: 美国房屋交易模式 .....	63
图表 132: 贝壳经营模式 .....	64
图表 133: 住房类 App 在所有 App 中排名.....	64
图表 134: 贝壳门店数量 .....	64
图表 135: 中介公司二手房业务规模 .....	65
图表 136: 中介公司新房业务规模 .....	65
图表 137: 房地产相关服务市场规模 .....	65
图表 138: 互联网与传统行业融合的不同阶段 .....	65



## 一、中概股回归提升港股新经济权重，互联网投资方兴未艾

### 1、为什么港股估值显著低于美股？

行业结构差异是造成港股估值显著低于美股的重要原因。港股是一个以低估值、高股息率著称的配置市场，和美股相比，港股的长期估值中枢约为 13 倍，而美股的长期估值中枢高达 18 倍。造成两地市场估值差距如此之大的核心原因在于行业结构的差异，在恒生综指中，金融、地产、工业等行业对指数业绩的贡献度较大，而这些行业的估值低于恒生综指本身，即低估值行业利润占比过大拉低了整个指数的估值水平。反观标普 500 成分，信息技术、金融、可选消费、医疗保健对指数业绩的贡献较大，而信息技术、可选消费和医疗等行业的估值水平高于指数本身，进而拉高了整个指数的估值水平。

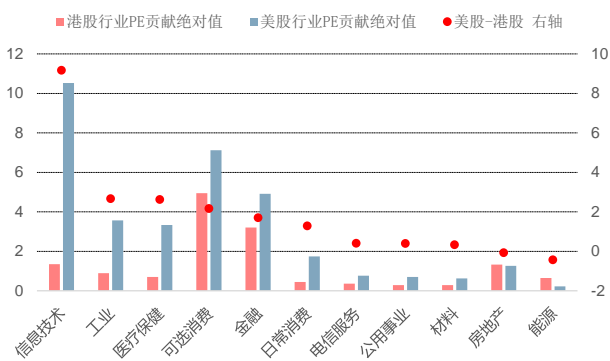
低估值背后隐含了更低的投资回报水平。之所以要探讨两地市场的估值差异是因为估值隐含了未来增长的预期，美股高估值的背后是十年牛市，而港股低估值的背后是较为疲弱的大盘指数回报。美股指数牛市从 2009 年 2 月一直持续到 2020 年 2 月，并且在经历 V 字反弹后标普 500 指数近期再创新高。而近年来，港股给许多新晋投资者的印象是股息率水平高，但资本利得回报较低，易受风险事件扰动，2017 年的指数级牛市以及 33000 点的高峰早已成为陈年往事，以至于许多投资者不禁感叹：港股还有机会嘛？

图表1： 港股估值中枢显著低于美股



资料来源：Bloomberg，中信建投

图表2： 从 PE 绝对贡献看，港股和美股差距最大的为信息技术行业



资料来源：Wind，中信建投

### 2、中概股回归有利于提升港股新经济权重

近年来港股行业结构在悄然变化。一方面，国内超大型传统金融机构已基本在港股上市完毕，未来低估值金融业在恒生综指中利润占比提升幅度或较为有限。另一方面，随着 H 股“全流通”改革、港股上市制度改革、指数筛选规则变化以及恒生科技指数的推出，港股市场再次散发出新的活力。港股作为一个离岸市场常年雄踞全球融资额首位，并且从近年来新登陆港股公司的行业结构看，新经济特征十分明显，港股的行业结构在悄然变化。

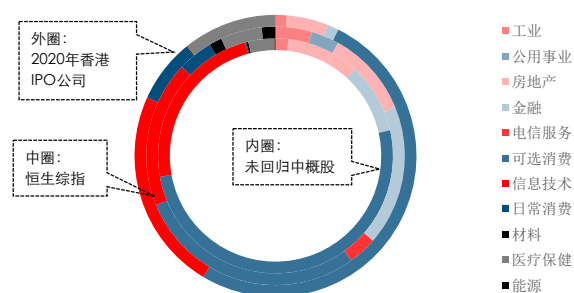
**中概股回归港股有利于进一步提升新经济权重。**2019 年阿里巴巴在港股二次上市拉开了中概股回归港股的序幕，2020 年以来中美关系再次波诡云谲，美国参议院通过针对中概股的法案，引发中概股回归港股的浪潮。中概股（剔除掉已经在 AH 上市公司）行业结构中科技、消费等高估值、高成长性行业占主导，未来随着中概股继续回归港股，港股行业中金融地产和科技消费的权重将进一步此消彼长，新经济板块有望成为港股权重最高的板块，港股有望成为中国新兴产业投资的前沿阵地。

**图表3：近年来港交所和恒生系列指数改革重大事件**

时间	事件
2018 年 4 月	港交所允许同股不同权（WVR）、未盈利生物医药公司来港上市。
2018 年 7 月	小米集团在港上市，成为首家同股不同权在港上市公司。
2018 年 7 月	恒生指数公司允许在港第一上市外国公司、合订证券（-SS）、不同投票权架构公司（-W）的股票进入恒生综指选股范畴。
2018 年 7 月	小米集团正式进入恒生综指。
2018 年 10 月	美团点评正式进入恒生综指。
2019 年 10 月	小米集团，美团点评入选港股通。
2019 年 11 月	证监会全面推开 H 股“全流通”改革。
2019 年 11 月	阿里巴巴在港第二次上市。
2019 年 12 月	阿里巴巴正式进入恒生综指。
2020 年 5 月	恒生指数公司宣布同股不同权公司及第二上市公司正式被纳入恒生指数、国企指数选股范畴。
2020 年 7 月	港股正式推出恒生科技指数。
2020 年 8 月	阿里巴巴、小米集团纳入恒生指数，美团点评纳入国企指数。

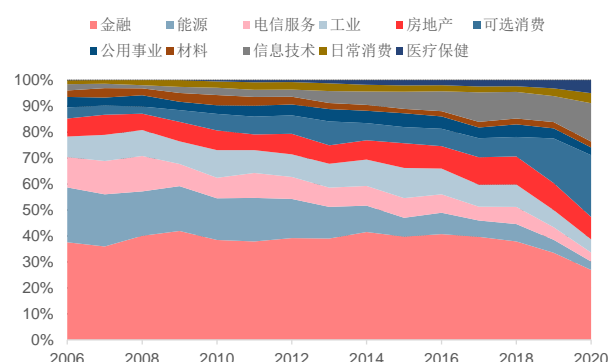
资料来源：港交所，恒生指数公司，证监会，中信建投

**图表4：2020 年港股 IPO 公司中新经济板块占比较高**



资料来源：Wind，中信建投（备注：中概股剔除贝壳）

**图表5：近年来港股金融地产权重在逐步稀释**



资料来源：Wind，中信建投



**图表6： 潜在回归中概股名单筛选**

Wind 代码	证券名称	Wind 一级行业	Wind 二级行业	Wind 三级行业	流通市值 亿港元	营收 亿港元
PDD.O	拼多多	可选消费	零售业	互联网与售货目录零售	9,556	336
NIO.N	蔚来	可选消费	汽车与汽车零部件	汽车	4,587	87
BEKE.N	贝壳(KE)	房地产	房地产 II	房地产管理和开发	4,141	514
BIDU.O	百度	信息技术	软件与服务	互联网软件与服务III	2,780	1,199
XPEV.N	小鹏汽车(XPENG)	可选消费	汽车与汽车零部件	汽车	2,325	26
TAL.N	好未来	可选消费	消费者服务 II	综合消费者服务III	2,268	255
TCOM.O	携程网	可选消费	零售业	互联网与售货目录零售	1,548	398
BILI.O	哔哩哔哩	信息技术	软件与服务	互联网软件与服务III	1,192	76
VIPS.N	唯品会	可选消费	零售业	互联网与售货目录零售	1,144	1,038
ATHM.N	汽车之家	信息技术	软件与服务	互联网软件与服务III	918	94
DADA.O	达达集团(DADA NEXUS)	可选消费	零售业	互联网与售货目录零售	906	35
TME.N	腾讯音乐	可选消费	媒体 II	媒体III	858	284
GSX.N	跟谁学	可选消费	消费者服务 II	综合消费者服务III	636	24
KC.O	金山云	信息技术	软件与服务	互联网软件与服务III	619	44
OCFT.N	金融壹账通	信息技术	软件与服务	互联网软件与服务III	598	26
IQ.O	爱奇艺	信息技术	软件与服务	互联网软件与服务III	554	324
YY.O	欢聚	信息技术	软件与服务	互联网软件与服务III	442	286
WB.O	微博	信息技术	软件与服务	互联网软件与服务III	430	138
JOBS.O	前程无忧	工业	商业和专业服务	专业服务	369	45
CBPO.O	泰邦生物	医疗保健	制药、生物科技与生命科学	生物科技III	354	39
DOYU.O	斗鱼	信息技术	软件与服务	互联网软件与服务III	344	81
HCM.O	和黄中国医药科技	医疗保健	制药、生物科技与生命科学	制药	332	16
MNSO.N	名创优品(MINISO)	可选消费	零售业	多元化零售	316	107
JKS.N	晶科能源	信息技术	半导体与半导体生产设备	半导体产品与半导体设备	231	332
ATCO.N	ATLAS	工业	运输	海运III	224	88
DQ.N	大全新能源	信息技术	半导体与半导体生产设备	半导体产品与半导体设备	220	27
SINA.O	新浪	信息技术	软件与服务	互联网软件与服务III	200	168
VNET.O	世纪互联	信息技术	软件与服务	互联网软件与服务III	198	42
MOMO.O	陌陌	信息技术	软件与服务	互联网软件与服务III	193	190

CSIQ.O	阿特斯太阳能	信息技术	半导体与半导体生产设 备	半导体产品与半导体 设备	183	249
NIU.O	小牛电动	可选消费	汽车与汽车零部件	汽车零配件	164	23
NOAH.N	诺亚财富	金融	多元金融	资本市场	155	38
HUYA.N	虎牙直播	信息技术	软件与服务	互联网软件与服务III	139	93
HLG.O	海亮教育	可选消费	消费者服务II	综合消费者服务III	129	17

资料来源: Wind, 中信建投 (备注: 市值截止至 11 月 23 日, 未考虑 2 年时间要求)

### 3、港股结构性牛市有望扩散，互联网投资方兴未艾

**港股结构性牛市有望扩散成为大盘指数级行情。**行业结构优化后港股的估值中枢正在并且有望继续抬升，而更高估值背后隐含了更高的增长预期。长久以来，港股大盘指数恒生指数回报率较低，但港股的结构性行情一直十分突出，代表新经济类资产的恒生科技指数涨幅不仅显著高于恒生指数和国企指数，甚至完全不亚于美股纳斯达克指数，但由于科技股在港股大盘指数中的权重较低，过去科技股牛市在港股只是结构性行情而不是指数级行情。未来随着新经济板块逐步成为港股第一大板块，科技股的结构性牛市有望扩散成大盘指数级行情，港股的指数级牛市有望从金融地产等老经济领衔转变为新经济驱动，港股有望迎来真正的高光时刻。

图表7：近年来港股大盘指数显著跑输美股



资料来源: Wind, 中信建投

图表8：但港股结构性牛市十分强劲



资料来源: Wind, 中信建投

**互联网投资方兴未艾，数字内容、电商、本地生活和 SaaS 四个子领域值得关注。**数字内容板块在移动互联网的浪潮中快速发展，随着行业的规范政策持续推进以及疫情的催化作用，数字内容板块的发展转型进入关键时期，同时也将带来新的机遇。电商板块，直播电商、社交电商、生鲜电商等新兴业态的规模不断扩大，为电商行业注入了新的活力，也掀起了新的电商竞争格局，新零售的商业模式逐渐成熟，未来发展值得期待。疫情催生到家需求，“万物到家”趋势明显，用户在疫情期间养成了社区团购的习惯，这样的习惯也会一直延续，因此未来社区团购的增长十分可观。产业互联网时代的到来为云计算发展提供新的机遇，互联网将全面渗透到产业价值链。近年来国家政策大力支持云计算发展，企业上云是大势所趋，对 SaaS 产品服务的需求将不断扩大，预计 SaaS 行业将成为未来云计算发展的黄金赛道。

图表9： 互联网投资方兴未艾，数字内容、电商、本地生活和 SaaS 四个子领域值得关注



资料来源：中信建投

## 二、疫情促进创新，传媒互联网迎来变革机遇

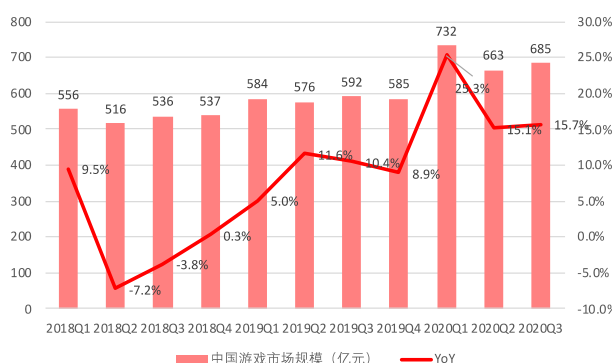
2013 年以来，在移动互联网浪潮下，数字内容板块乘着东风取得了巨大的成长。无论是游戏、在线视频、文字内容还是直播，都迎来了巨大发展。两年前移动用户扩张带来的人口红利逐渐消耗殆尽，国内游戏、在线视频、数字音乐、在线阅读等子行业的用户总量都在这两年接近了天花板的位置，传媒互联网发展从跑马圈地正式进入了精耕细作时代。但是这并不意味着行业投资机会的消减，恰恰相反，过去两年我们见证了抖音和快手在短视频领域的开疆扩土，看到了哔哩哔哩 UGC 视频社区的蓬勃发展，今年也目睹了 TapTap 游戏社区的高速发展和二次元、女性向、SLG 等领域游戏的高速增长。作为行业领头羊的腾讯也通过内容创新、流量赋能以及资源整合等方式在各个领域加强了布局，其中阅文集团更换新管理层后与新丽传媒、腾讯视频的深化联动以及虎牙和斗鱼在游戏直播市场的整合都是非常经典的案例。

在产业政策方面，2019 年来针对数字文娱产业的规范政策持续推进，数字内容监管的具体政策虽因行业而异，但主要目的都在于促进行业的规范化、有序化。而随着 2020 年开年以来疫情这个影响巨大的“黑天鹅”的出现，部分板块在短期承压，部分板块迎来了难得的发展，但无论如何客观上传媒互联网发展的转型时点伴随着疫情的倒逼，为这个行业带来了革新的诉求，同时也带来了新机遇，从长期看对数字内容行业发展形成利好。站在 2020 年末，我们认为在技术变革、用户变迁、产品创新等因素的带动下，传媒互联网仍有很好的成长性，深入挖掘垂直领域的投资机会将会带来较高的回报。

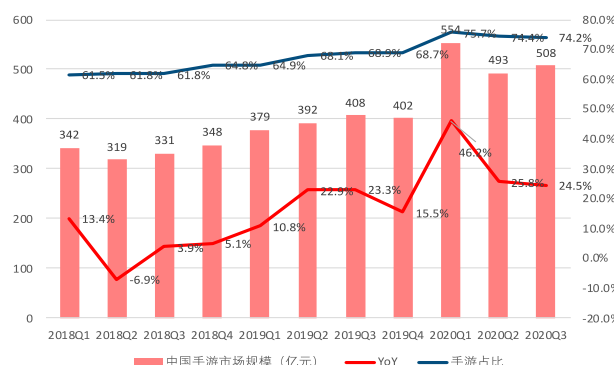
### 1、游戏：疫情催化结构改革，内容主导市场表现

**疫情与优质内容研发为游戏板块带来高速发展。**随着全球疫情扩散，“宅经济”直接推升在线娱乐市场规模，在疫情趋缓之后，游戏市场仍然保持着较高水平的市场规模，相比疫情前大幅增长。据游戏工委，中国游戏市场规模 20Q1 达历史最高水平，在二三季度小幅下降，但同比增长处于历史高位；全球方面，据 Superdata，2020 年 9 月份全球数字游戏收入达 107 亿美元，同比+14%，相比疫情高峰期的三月增长 7%。

在游戏市场的具体分布方面，手游的市场规模增幅持续可观，据游戏工委，一季度同比+46%，二三季度虽然有所减缓，但也达到了+26%和+25%。而手游占整个游戏市场的比重也在疫情期间从 68.7%快速上升到 75.7%，并在二三季度保持在高位。手游通常的特征是难度较低易上手、带有较强的社交属性，因此疫情期间，手游成为了社交和娱乐的共同载体获得玩家热捧，而很多手游的强互动性，也带来了用户规模的正循环，很多潜在玩家观察到更多周围伙伴正在玩，也更愿意参与进来，同时也带动诸如皮肤这类具有社交属性的游戏商品的消费。同时，手游玩家通过 TapTap 等平台沟通，也为手游的宣传推广带来了较大的帮助。

**图表10： 中国游戏市场规模疫情后保持高速增长**


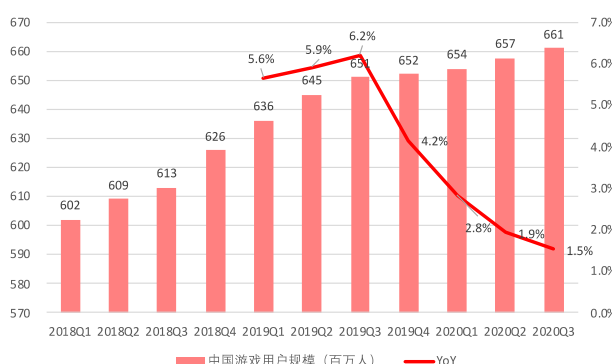
资料来源：游戏工委，IDC，中信建投

**图表11： 中国手游市场规模疫情后保持高速增长**


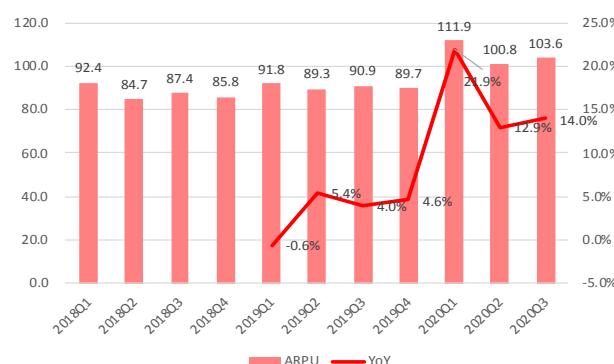
资料来源：游戏工委，IDC，中信建投

**游戏用户规模趋于稳定+买量成本上升助推内容为王。**中国游戏市场的用户数量在2019年以前处在快速上升趋势，但目前市场已接近饱和，虽然有疫情的催化，但其对于用户群体数量的影响也有限，因此可以认为可以深挖的潜在客户已经很少了。因此，游戏市场的扩张主要还是基于 ARPU 值的提升，ARPU 值在疫情之后迎来迅速发展，说明游戏的付费化推进良好。

今年三季度以来游戏的买量成本持续上升，并且在双十一前后达到顶峰，游戏的成本端压力较大。其中，诸如传奇类游戏等高同质化产品面临这部分压力较大，而对于具有优质内容和较强研发能力的游戏厂商，买量成本的上升带来的影响不会很大。米哈游出品的爆款游戏《原神》前期投入高达1亿美元，但凭借优质的内容上线首月流水高达2.45亿美元，超过同期王者荣耀的2.16亿美元和绝地求生手游的1.85亿美元，位列游戏史第二位。而腾讯注重游戏研发和内容生产，今年在手游板块的业绩也持续超预期。我们认为，未来游戏内容本身对于游戏盈利能力的重要性将持续提升，单纯通过宣传推广收获客源的游戏的生命周期将缩短，而在游戏社交化+付费化成为常态的背景下，内容优质的游戏将会获得持续发酵的机会，变现能力增强，生命周期延长。

**图表12： 中国游戏用户规模趋于稳定**


资料来源：游戏工委，IDC，中信建投

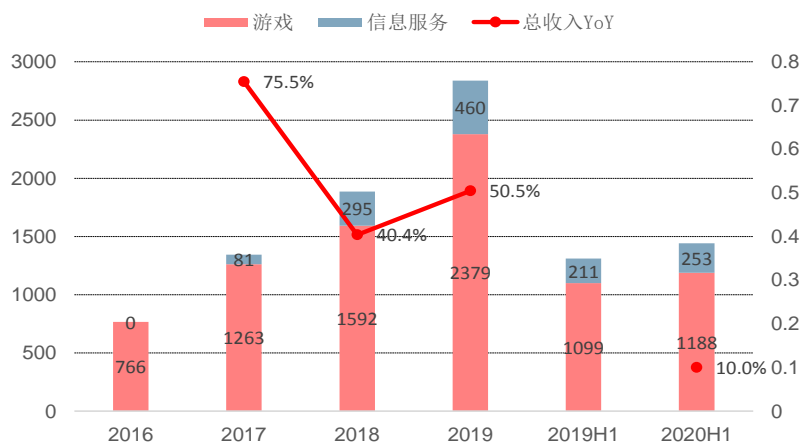
**图表13： 中国游戏市场 ARPU 持续提升**


资料来源：游戏工委，IDC，中信建投

心动网络公司作为国内领先的游戏公司，业务覆盖游戏研发、分发、海内外发行及运营，形成了以手游为核心的业务链条。2020H1 游戏业务收入为 11.8 亿元，同比增长 8.1%，主要系 2019 年上线的《不休的乌拉拉》及《香肠派对》，2020Q1 上线的《蓝颜清梦》等游戏的商业化程度提高，但增长部分被如《仙境传说》等成熟期游戏收入的减少所抵销；信息服务收入为 2.5 亿元，同比增长 19.9%，主要系 TapTap 移动端 MAU 同比增长

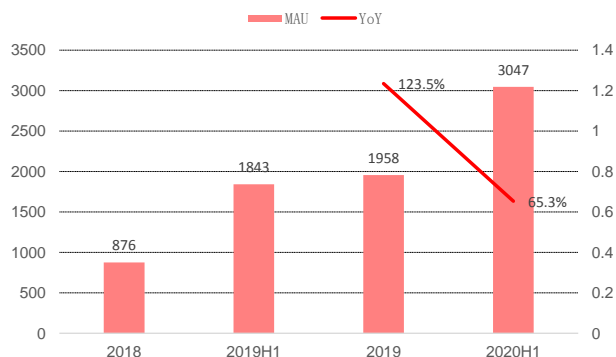
51.9%至 2480 万人，此外 20H1 TapTap 游戏下载量同比增长 26.4%，新增发帖量同比增长 143.0%。

图表14：心动公司收入结构（百万元）



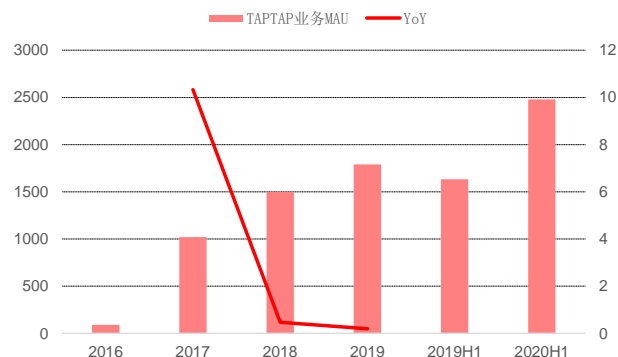
资料来源：公司公告，中信建投

图表15：游戏业务 MAU



资料来源：公司公告，中信建投

图表16：TAPTAP 业务 MAU



资料来源：公司公告，中信建投

心动公司于 2020 年 8 月 27 日收购合计 18.34% 的易玩（TAPTAP 母公司）股权，完成后心动公司将拥有易玩 74.12% 股权。TAPTAP 作为国内一流的手游平台，具有稀缺价值，与心动游戏业务具有协同作用，此前 TAPTAP 用户可使用 TAPTAP 账号登录诸如《香肠派对》等心动旗下游戏。公司在 20H1 期间亦提高平台的使用体验。2020 年 7 月，TapTap 独家发布了爆款《江南百景图》安卓版，预计增持股后 TapTap 与心动的协同效应仍有极大的提升空间。

图表17：心动网络公司盈利预测

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
总收入	1887.11	3157.4	4080.8	5262.88	6435
综合毛利率	58.90%	61.90%	61.90%	60.80%	60.80%
GAAP 净利润	351.87	550.8	723.79	947.77	1189.9

请参阅最后一页的重要声明

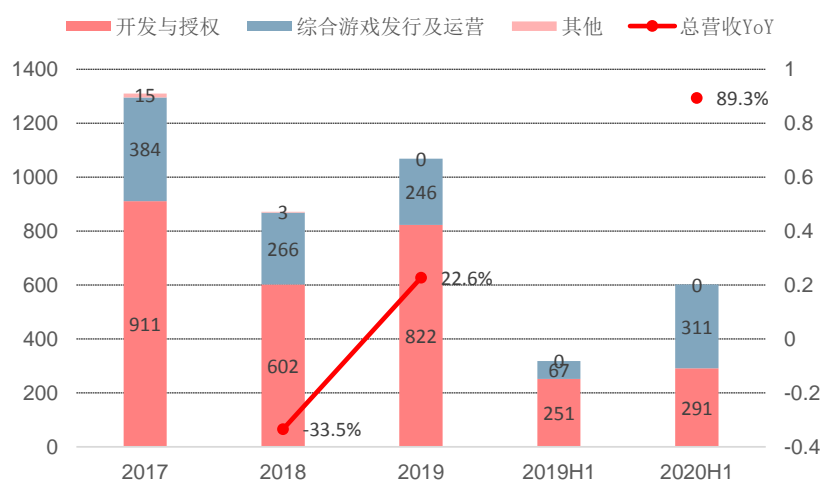


EPS 0.82 1.29 1.69 2.21 2.78

资料来源：中信建投

祖龙娱乐创立于 2014 年，专注于 MMORPG（大型多人在线角色扮演游戏）的开发及运营，是国内知名的游戏开发与发行平台之一。根据公司发布的三季报，2020Q3 开发与授权业务收入为 2.91 亿元，同比增长 16.0%，主要收益来源于授权第三方发行商运营公司自研的游戏所获得的收益分成和不可退还固定授权费；综合游戏发行及运营收入为 3.11 亿元，这部分收入主要来自通过自营或者第三方分销商发行游戏所获得的收入，同比增长 1366.1%，主要原因是 2020 年上半年公司现有游戏增长及在海外市场推出的自主发行的精选新款游戏的表现良好。

图表18：祖龙娱乐业务收入结构（单位：百万元）



资料来源：公司公告，中信建投

祖龙娱乐与腾讯保持着长期战略合作伙伴关系。腾讯目前持公司股份 12.88%，17-19 年为祖龙娱乐带来收入分别占当年总收入的 39.6%、40.8%、55.0%，20H1 占比 36.9%，即将于 20 年四季度上线的两款新游戏也将由腾讯代理。祖龙娱乐通过委聘腾讯第三方渠道发行游戏，并通过腾讯有关平台获取新用户，同时腾讯也在旗下运营平台对游戏提供推广和广告服务。此外，祖龙娱乐还与腾讯签署了云服务的合作协议，腾讯为祖龙娱乐提供云计算、数据存储及带宽服务。

图表19：祖龙娱乐盈利预测

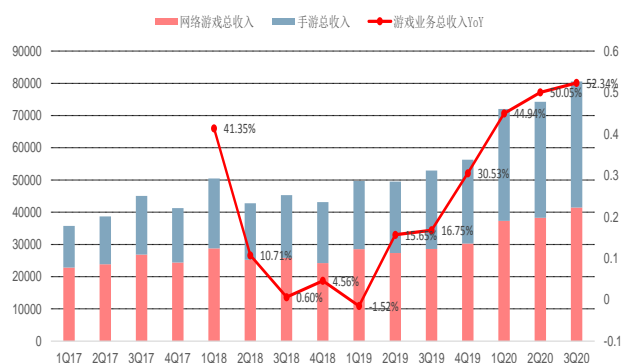
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
总营收	870	1067	2493	4384	5644
净利润	-75	120	398	876	1208
经调整利润净额	311	350	662	1142	1475
EPS	—	—	0.81	1.4	1.81

资料来源：中信建投

腾讯游戏 2020Q3，公司游戏业务收入达到 414.22 亿元，同比增长 44.8%，环比增长 8.2%，占总收入的 33.0%。游戏业务收入增长主要由包括《和平精英》及《王者荣耀》在内的国内及海外智能手机游戏的收入增长所推动。

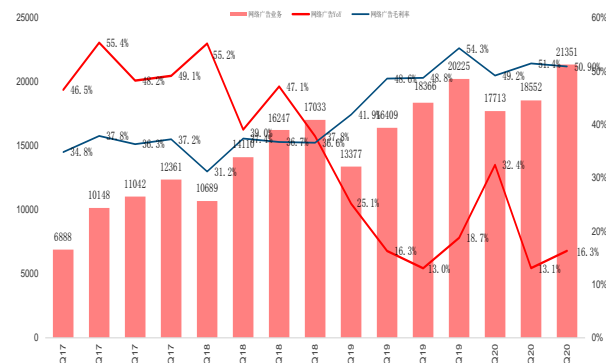
手游业务增长受惠于中国及国际市场付费用户健康增长，手游市场的收益持续高速增长。王者荣耀在 2020 年前十个月平均月活跃用户数均超过一亿。利用《王者荣耀》强大的用户基础，腾讯将充分发挥 IP 的潜力，推出以此为蓝本的两款新游戏、一部动画剧和一部电视剧。端游方面，2020Q3 端游营收为 116.31 亿元，同比增加 1.1%，环比增加 6.6%，端游业务持续弱势表现。

图表20： 腾讯游戏业务（单位：百万元）



资料来源：公司公告，中信建投

图表21： 网络广告业务（单位：百万元）



资料来源：公司公告，中信建投

除了少数行业，中国整体广告活动在疫情后似乎已大致恢复正常。教育、互联网服务及电子商务平台等行业的广告开支在疫情期间迅速增长，并在近期保持强劲的同比增长。汽车及房地产等周期性类别的广告开支同比上升。在疫情期间，金融服务及必需消费品等广告主开支曾经下跌，现在已经恢复到与去年同期持平的水平。此外，公司在内部升级了广告投放解决方案的算法，为广告主提供更高的转化率，吸引了广告主增加在腾讯广告的预算份额。此外，在休闲游戏应用、电竞赛事及直播平台方面，公司提供更多广告库存。

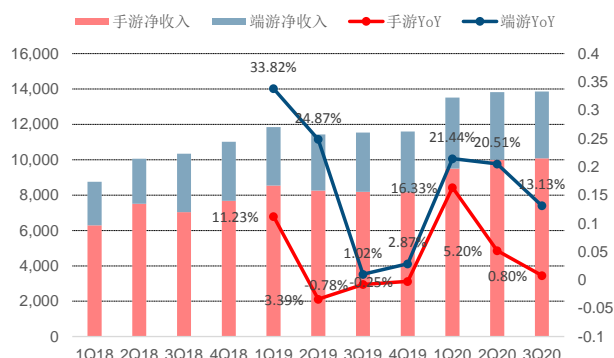
图表22： 腾讯盈利预测

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E
总收入	312,452	377,371	472,239.94	576,729.84
游戏收入	103,950	114,699	149,544	175,254
Non-GAAP 净利润	77,469.00	94,691.63	118,989.83	152,936.49

资料来源：中信建投

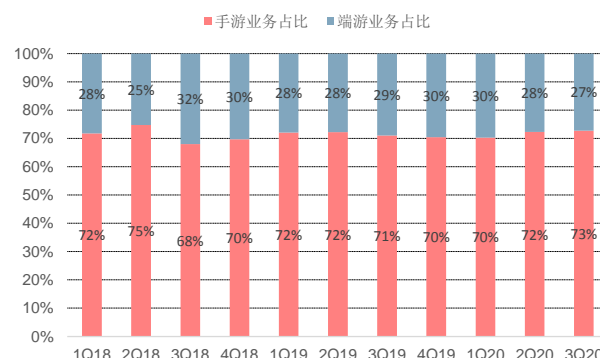
网易目前是中国最大的网络游戏研发商和运营商之一，游戏业务为其收入及利润的主要来源。网易游戏收入的增长得益于自研游戏营收增长，如《梦幻西游网页版》、《明日之后》、《荒野行动》，及某些代理游戏收入的增加。2020Q3 手游占比 72.7%，收入达 100 亿元，同比增长 23.1%；端游占比 27.3%，收入达 38 亿元，同比增长 13.1%。

图表23： 游戏业务 MAU



资料来源：公司公告，中信建投

图表24： TAPTAP 业务 MAU



资料来源：公司公告，中信建投

国内市场以《梦幻西游》为代表的老游戏竞争地位有所下行，但鉴于疫情对游戏行业的支撑及《哈利波特：魔法觉醒》版号的获批（我们预计其有望 20Q4 上线），加之海外市场《荒野求生》流水重回高位，我们认为网易游戏业务 20 全年表现仍然积极。

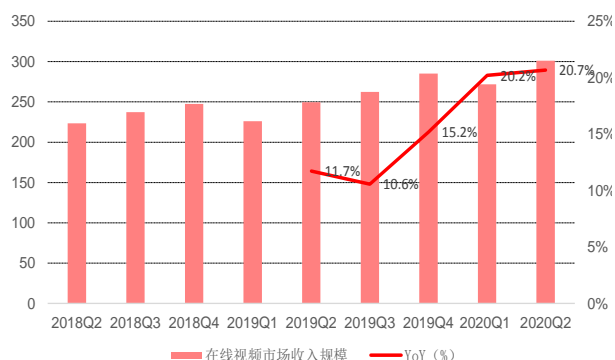
图表25： 网易盈利预测

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	51179	59241	69106	78589	83873
Non-GAAP 净利润	10761	15663	17838	20812	23420
EPS	83.4	120.5	144.1	160.1	180.2
PE		20	17	15	13

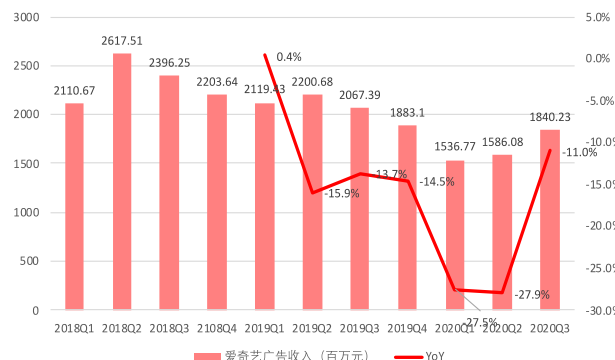
资料来源：中信建投

## 2、在线视频：疫情带来负面影响，看好短期复苏

疫情对在线视频带来冲击，内容积压将迎来释放。在线视频在疫情期间迎来较大的冲击，无论是剧集综艺的制作和上线还是广告商的投放意愿都出现明显的下降，但是疫情并未带来长期的负面影响，爱奇艺、腾讯的广告部分收入都在三季度迎来明显的复苏。此外，部分内容受到疫情和内容审核进度的影响，只能延期上线，加之自 2018 年下半年以来内容成本整体呈下降趋势，行业内主要公司在未来一到两年内将会有大量的内容释放。同时，几大视频网站都在主推短剧，这是对原来中国连续剧市场的一种补充，通过剧集质量的提升吸引新会员，留住老会员，将主要的营收逐渐从广告转移到会员收入上。因此，我们认为，在线视频板块未来将会出现内容异质化的趋势，各家提供系列化的自制作品，提高会员粘性以及付费意愿，整个行业将会对内容本身更为重视。

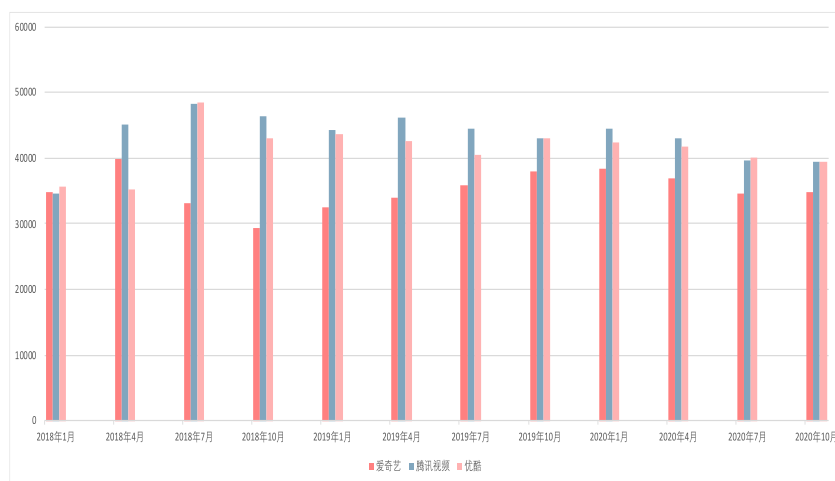
**图表26： 在线视频市场规模扩张**


资料来源：艾瑞咨询，中信建投

**图表27： 爱奇艺广告收入疫情后恢复**


资料来源：公司公告，中信建投

在市场上，处在第一线的视频网站有爱奇艺、腾讯视频、优酷三家。从18年至今，这三家在流量上的表现势均力敌，并未出现明显的分化，并且三家的月活用户均长期保持稳定。这说明在在线视频板块中，市场整体已趋于平稳，已经度过了疯狂烧钱吸引用户以及存在大量潜在用户没有使用产品的阶段，各家在渠道、营销、版权等方面竞争能带来的边际效用已经逐渐降低。对于在线视频赛道的参与者而言，未来的竞争将趋于差异化优质内容的制造和延伸。对于视频平台而言，电影版权、自媒体、各种题材的网剧网综等视频内容若想面面俱到，一方面成本很高，另一方面也难以找寻到除去会员和广告的大量变现方法，对公司经营不利，但是若是不同平台能在不同板块深耕，则能在控制成本的同时保有用户粘性，从而提高付费率。在当前这个时点，各大视频平台都已度过野蛮生长的历史阶段，开始把经营核心放在优质内容的生产上，在视频领域谋求差异化发展，来提振变现能力。

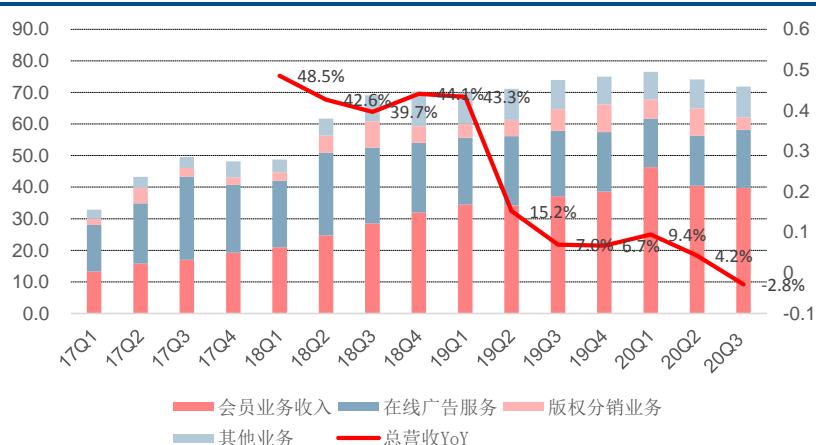
**图表28： 主流在线视频网站 APP 的 MAU（单位：万人）**


资料来源：艾媒北极星，中信建投

以国内龙头企业爱奇艺为例。受疫情影响，居家生活带来的用户粘性提升反应在用户付费收入的显著提高上。从爱奇艺营业收入结构可以看出用户付费的收入占比不断提高，从2019年下半年开始，用户付费收入占比超过50%，说明以内容为主导的商业模式更加成熟。在线广告服务方面，根据公司三季报，广告收入较第二季度有所改善，实现收入18.40亿元，同比下降11.0%，环比上升16%，占总收入的25.6%，表明虽然受疫情影响

响广告商需求下降，广告业务同比仍在下跌，但边际已显著改善。考虑到三季度暑期档处在内容投放旺季，预计四季度广告业务环比微降，但同比降幅有望进一步收窄。

**图表29： 2017Q1-2020Q3 爱奇艺营业收入及结构（单位：亿元）**



资料来源：公司公告，中信建投

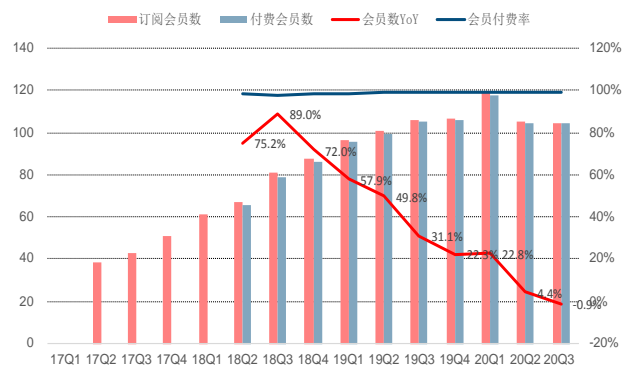
尽管爱奇艺在在线视频行业表现显眼，但过去几年一直处于亏损的状况。从收入上来说，每名用户贡献的收入不高，最近公布的三季报显示 ARPPU 为 12.7 元/人/月；从成本端看，平台间为了抢占用户、提高市占率抬高了版权采购成本是导致亏损的重要原因。但是，也可以看到爱奇艺的付费用户规模呈现上升势头，并且 ARPPU 保持稳定，收入端稳定，在视频行业内竞争趋于稳态的背景下，公司在用户竞争、版权采购的溢价等方面成本压力将会得到缓解。

**图表30： ARPPU（单位：元/人/月）**



资料来源：公司公告，中信建投

**图表31： 爱奇艺订阅会员数**



资料来源：公司公告，中信建投

爱奇艺在精准洞察到用户对优质悬疑短剧集的迫切观剧需求、试水推出的《无证之罪》收到良好的市场反响后，对“奇悬疑剧场”进行全面升级，重磅推出“迷雾剧场”，为悬疑爱好用户提供类型化观剧社区。“迷雾剧场”的系列作品《隐秘的角落》、《沉默的真相》受到观众的热捧，从观众的反馈来看，“迷雾剧场”已形成了一个口碑良好的 IP。剧场模式在提高用户粘性、拉进新付费用户上的效应比单剧大，同时，爱奇艺未来将会更多聚合优质短剧，精准触达高性价比。相比传统长视频，精品短剧模式的制作成本更小，变现渠道丰富。

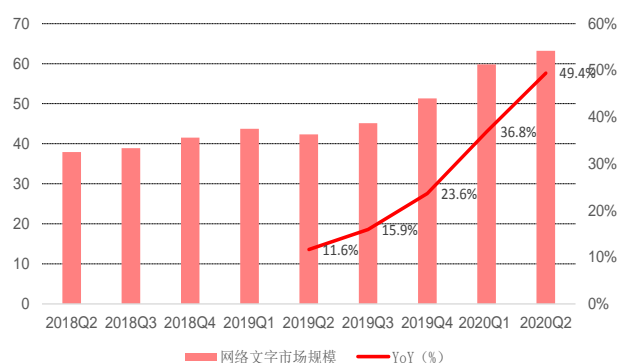
**图表32： 爱奇艺盈利预测**

会计年度/MM	2019A	2020E	2021E
营业收入/MM	28994	36571	44568
归母净利润	-10097	-6558	-4670
PS	3.7	2.9	2.4

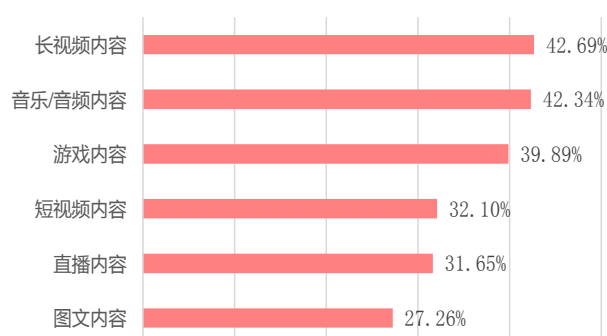
资料来源：中信建投

### 3、在线阅读：绑定巨头，推广免费阅读，开发 IP

阅读板块虽然拥有广大的用户群体，但是用户付费意愿要远低于视频、音频和游戏等内容，因此利用好这个庞大的用户资源成为了平台的重点发展方向。今年，阅文通过更换管理层以及与腾讯进一步绑定来向心动渠道扩张，目的是和新丽传媒、腾讯视频共同构成三驾马车，发展文字内容衍生的 IP。11 月 4 日，字节跳动宣布入股掌阅，收购 11.23% 股权，加码免费阅读。我们认为，阅读板块未来的发展方向上游是免费阅读，通过免费阅读来吸引流量和其他服务联动，下游是 IP，开发文学内容的衍生价值。

**图表33： 网络文学市场空间大**


资料来源：艾瑞咨询，中信建投

**图表34： 用户对阅读付费意愿低**


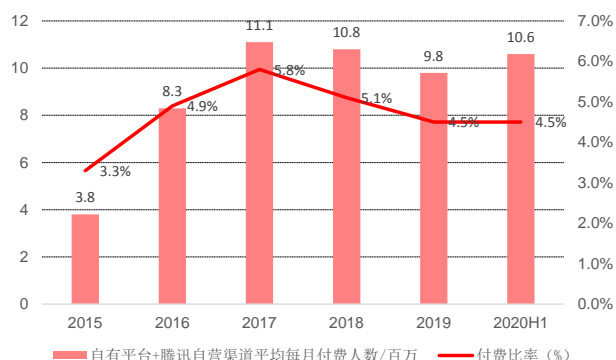
资料来源：艾瑞咨询，中信建投

阅文集团是在在线阅读赛道上最大的网络文学平台，其产品矩阵丰富，拥有起点中文网、潇湘书院、新丽传媒等业界知名品牌，为中国 IP 产业的核心源头。今年 4 月，腾讯的程武接任阅文 CEO，这意味着阅文与腾讯新文创生态的进一步融合。10 月 19 日，腾讯影业、新丽传媒、阅文影视在上海举办联合发布会，在腾讯新文创战略的纵深推进下，三家公司以整体影视生产体系首次亮相，成为腾讯和阅文深度布局影视业务、强化数字内容业务耦合的“三驾马车”。未来腾讯和阅文将以更大的决心和力度，持续加码在影视领域的投入，推动影视业务和网文、动漫的耦合，让影视为后续的 IP 开发创造更大的空间与可能性。

2020 年上半年公司自有平台产品及腾讯产品自营渠道的平均月付费用户为 0.11 亿人，付费率为 4.5%，保持稳定，ARPPU 为 34.1 元，同比增长 52%，主要是由于公司优化内容、打通渠道所致。

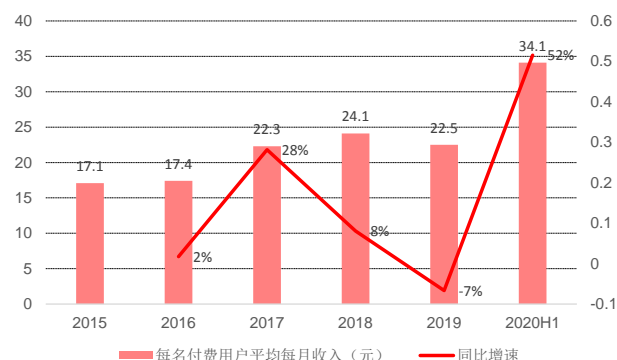


图表35： 2015-2020H1 平均月付费用户持续增长



资料来源：公司公告，中信建投

图表36： ARPPU



资料来源：公司公告，中信建投

在线阅读行业的传统盈利模式是订阅收入和版权收入，其中版权收入的占比不断提升，成为规模增长的主要驱动力。阅文集团在 IP 改编方面，已经建立覆盖文学、影视、动漫、游戏等领域的全版权运营生态，助力多维度提升 IP 影响力，打开变现空间。随着字节跳动入股掌阅科技，未来在线阅读行业“付费+免费”双轮驱动的商业模式会成为趋势，通过免费用户可以很好的帮助付费阅读市场实现商业化变现。在免费阅读上阅文集团背靠腾讯，利用腾讯的多元产品吸引流量，实现广告收入，提高获客能力和获客转化率，降低成本，免费阅读业务广告收入或将成为阅文在线业务增长的主要驱动力。

图表37： 阅文集团盈利预测

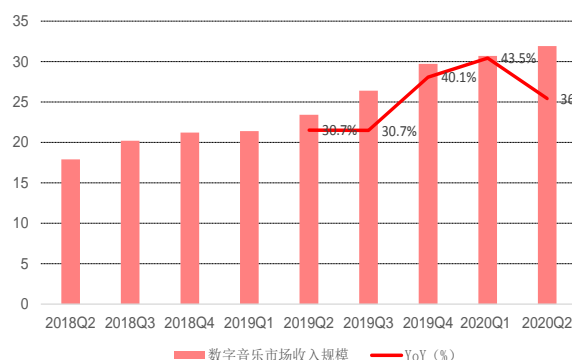
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入/MM	5038.2	8347.8	9933.4	11836.7	14117.0
归母净利润	900.49	1,194.6	1,289.75	1,459.69	1,701.94
PE		24	22	19	17

资料来源：中信建投

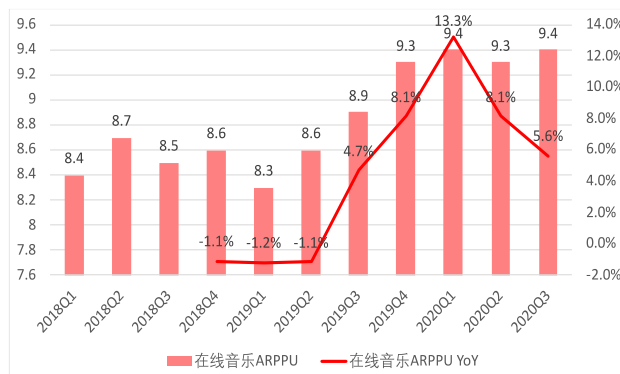
总之，无论是图文、音频还是影音，内容付费行业是大势所趋，满足了新中产阶级、Z 世代人群的消费需求。未来内容付费各子行业之间跨界纷争更加激烈，不同细分领域需要本着用户体验之上的原则，将内容精细化、专业化，以长期稳定的优质内容产出争取用户、抢夺用户时间。

## 4、数字音乐：付费化率提高，服务内容扩充

数字音乐板块的用户规模已经处在较高水平，并且由于数字音乐的版权相关法律和管理日趋严格，且用户对于听音乐的需求稳定，用户对于音乐的付费化意愿较高。腾讯音乐今年在用户规模和 MAU 保持稳定的情况下付费率和 ARPPU 显著提升，这说明数字音乐已逐渐成为一个受到广泛认可的付费产品。此外，在线音乐平台受到疫情影响，也开始提供线上音乐会、长音频等服务，并且加深与音乐家的合作。我们认为，数字音乐板块发展良好，且受到疫情冲击较小，未来将会向提供更丰富的服务发展，付费化程度也将同步提高。

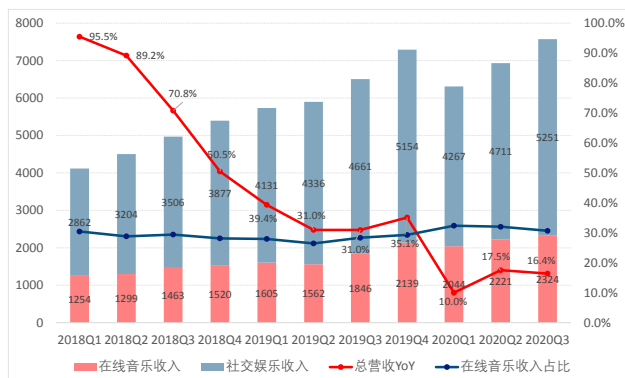
**图表38： 数字音乐市场巨大**


资料来源：艾瑞咨询，中信建投

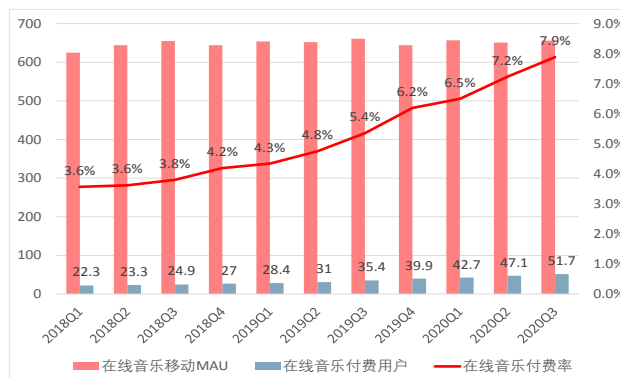
**图表39： 腾讯音乐 ARPPU 提高**


资料来源：公司公告，中信建投

作为目前中国最大的在线音乐娱乐平台，腾讯音乐娱乐集团的在线音乐收入持续增长，对收入贡献的占比相对稳定，在移动端 MAU 6.56 亿人次、自 2018 年以来保持稳定的背景下，在线音乐的付费率持续稳定增长，在 2020Q3 达到了 7.9%。

**图表40： 腾讯音乐总营收（单位：百万元）**


资料来源：公司公告，中信建投

**图表41： 在线音乐用户数据**


资料来源：公司公告，中信建投

数字音乐产业化对传统音乐产业中包括磁带、CD 等在内的实物形态音乐商品产生巨大冲击，具体可以归纳为两个方面：一是渠道端的数字化，二是消费端的数字化。渠道端的数字化即整合渠道端，削弱唱片公司和经纪公司作为集中发行端的意义。消费端的数字化即将流量变现的过程数字化，这是未来数字音乐行业的发展重点。

腾讯音乐目前正在消费端的数字化上布局。一方面，超现场演出品牌 TME live 自今年三月成立以来快速发展，主要是受益于疫情带来的线上演出巨大需求，以及来自腾讯音乐庞大的用户群体、版权基础和合作资源，公司通过吸引国内外知名品牌的赞助探索货币化进程，并且通过 TME live 增长的付费用户群体为其带来了巨大的可扩展性和货币化潜力。另一方面，腾讯音乐与多家著名的独立音乐品牌形成了深入的战略合作，通过和国内及国际的音乐品牌形成更多联系，腾讯音乐平台已经成为了丰富音乐生态系统的重要驱动力，为艺术家们提供支持，并刺激产业增长，同时也能继续增强公司在音乐内容上的领导地位。

图表42： 腾讯音乐盈利预测

会计年度/MM	2019A	2020E	2021E
营业收入/MM	25434	30088	37906
Non-GAAP 净利润	4903	4590	6450
PE	26	28	20

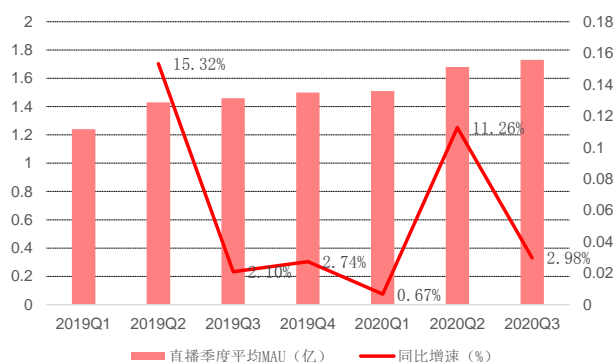
资料来源：中信建投

## 5、直播板块：头部公司共同拓宽直播场景，培养大众观看直播和付费习惯

虎牙和斗鱼是中国领先的游戏直播平台。虎牙直播在业务战略上以技术驱动为核心动力，推动自身内容与产品的双引擎发展。在产品更迭上，在大数据、云计算等方面部署众多发明专利，将数据利用的理念进行执行层面的灌输，推动了产品内部的数据化的更迭。在内容分发技术方面，运用 AI 技术创新，赋能游戏打点回放、精彩剪辑、智能弹幕等各个业务场景，开发虚拟主播，降低了主播开播门槛，提升主播积极性。斗鱼直播以“直播+”的方式拓展内容边界，内容逐渐多样化，涉及游戏、娱乐、音乐、户外等多个场景。

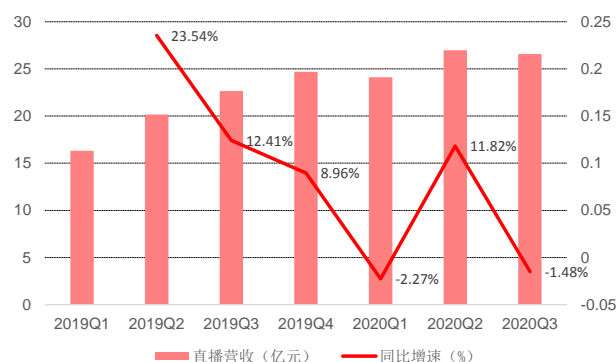
虎牙直播庞大的用户群体为持续的营业能力提供基础土壤。2020Q3，虎牙直播季度 MAU 达到 1.73 亿人，同比增长 2.98%，根据易观千帆的数据，虎牙直播的移动端活跃用户数行业渗透率达到 80% 以上，在营收能力方面，虎牙直播连续几个季度实现盈利，在行业中较为突出，2020Q3 营收为 26.57 亿元人民币。

图表43： 2019Q1-2020Q3 虎牙直播平均季度 MAU



资料来源：公司公告，中信建投

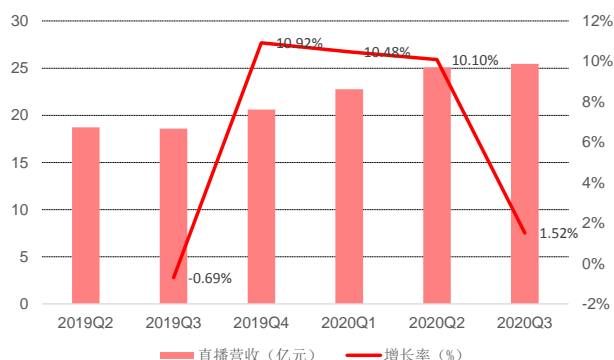
图表44： 2019Q1-2020Q3 虎牙直播营收情况



资料来源：公司公告，中信建投

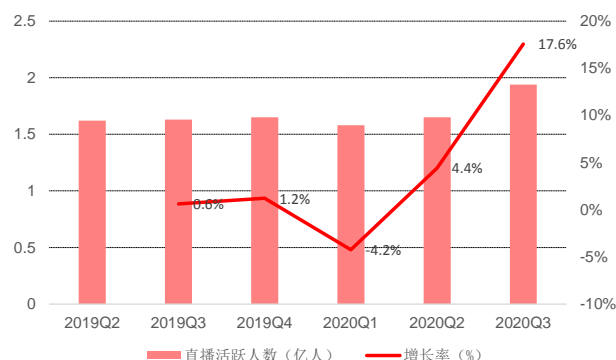
斗鱼直播在用户活跃方面较为稳定，营收持续保持平稳状态。2020Q3，斗鱼直播季度 MAU 达到 1.94 亿人，同比增长 17.6%。在营收能力方面，斗鱼直播营收水平较为平稳，平均在 20 亿左右，2020Q3，斗鱼直播营收为 25.46 亿元人民币，同比增长 1.52%。

图表45： 2019Q2-2020Q3 斗鱼直播活跃人数



资料来源：公司公告，中信建投

图表46： 2019Q2-2020Q3 斗鱼直播营收情况

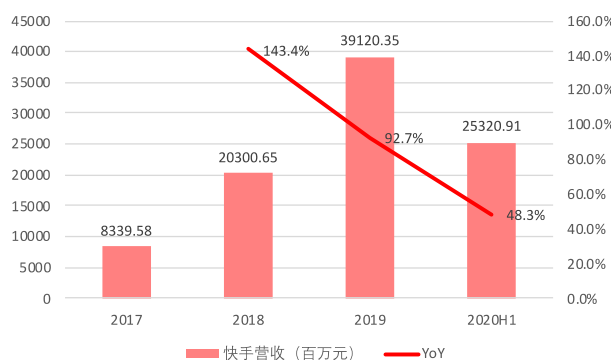


资料来源：公司公告，中信建投

## 6、短视频：爆发增长，未来空间巨大

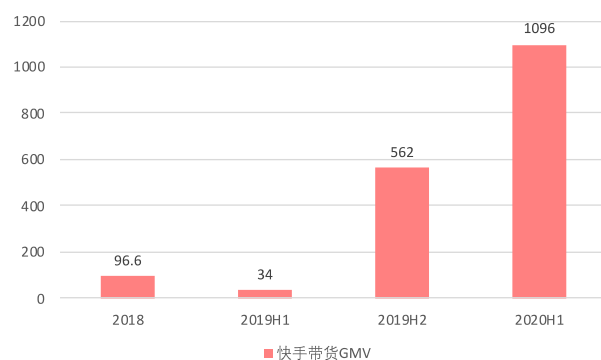
11月5日，快手向港交所递交招股书，短视频第一股上市在即，抖音或紧随其后。招股书显示，快手自2017年以来营收保持快速增长，20H1达到了253亿元。2019年下半年以来线上带货潮流兴起，快手作为一家高流量的短视频平台也尽享福利。

图表47： 快手营收快速增长



资料来源：快手招股书，中信建投

图表48： 快手带货规模爆炸式增长



资料来源：快手招股书，中信建投

### 6.1 快手：由慢向快

#### 6.1.1 快手基本情况

快手从制作 GIF 图片的手机应用出发，几年的时间成长为有明显区域特征的短视频社区，并逐渐向全民级应用靠拢。2020年年初至6月期间，快手日活用户为2.58亿。

图表49：快手业务发展史



资料来源：36 氪，中信建投

快手将算法推荐运用于内容分发，极大提高了内容分发效率。快手产品的核心壁垒在于公司的核心价值观：公平普惠。普惠的价值观通过三方面的算法机制进行体现：在流量分配上，运用经济学理论如基尼系数和边际效用，避免生产者之间的贫富差距过大以及进行相应的平衡性流量分配；在热度上，引入热度权重实现择优去劣，视频热度达到一定阈值后会降低曝光机会，给更多新人露出的机会；在社群网络结构上，快手的算法策略一方面保证了优质作品露出，另一方面不断强化、沉淀个人社交关系网络。快手不断强化一个个小社群，最终形成去中心化网络。

快手用户在南方城市的渗透率不断提升，实现了地域级到全民级应用的转变。快手在北方具有深厚的群众基础，素有“南抖音，北快手”之称。2019年7月24日，快手在首届光合创作大会上首次披露南方日活跃用户超过8000万，相比于2018年翻了一倍，南方城市成为快手未来的用户增长重点。从用户城市级别分布来看，快手用户中三四线及以下城市居民占比更多；一二线城市的日活用户数量超过6000万，占新增用户增长的50%以上。此外，快手日活跃用户日均使用时长超过85分钟，日均访问快手超过10次，用户的参与度较高。

目前，快手的核心业务主要包括短视频、直播与电商三个方面，近年来均有着不俗的表现。

2011年，GIF快手的诞生打响了国内短视频发展的第一枪。2017至2018年，短视频行业进入快速增长阶段。2018年初，短视频行业格局初定，进入头条系的抖音和快手的双强争霸阶段，各短视频平台开始实现商业化变现。快手生态完善，创作者分布合理且均能实现显著增长，媒体号、商家号、MCN共助生态升级。

快手直播平台后来居上，成为直播领域第一平台，游戏直播增长明显。根据快手2019年直播生态报告，纯直播领域DAU超过1亿，游戏类直播日活已经超过5100万。无论是从收入规模还是日活用户来看，远超斗鱼、虎牙之和。

快手电商于2018年上线，深度连接消费者的需求和产品的供给，在行业发展趋势、快手社区生态综合作用下实现了商业变现路径的迭代和交易额快速增长。2019双11快手电商直播成交额超20亿，成为仅次于淘宝直播的第二电商直播成交平台。

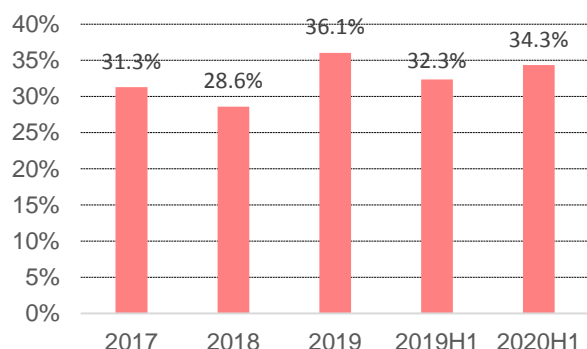
### 6.1.2 财务表现

毛利率维持在稳定水平，未受到疫情的明显影响。2020年上半年毛利率为34.3%，较去年同期提升了2个

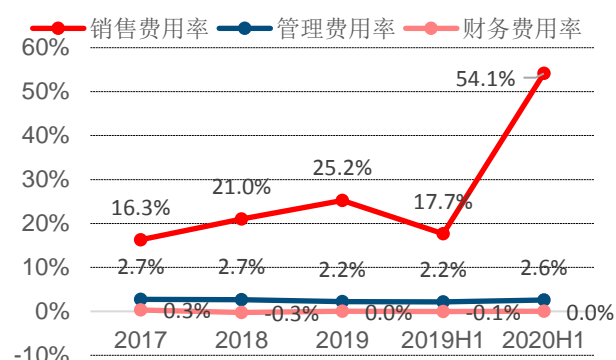
百分点，疫情期间抗冲击能力较强。

管理与财务费用小幅度波动，业务拓展期间销售费用率不断上升。快手在 2017-2020 年 H1 期间管理费用和财务费用均维持在较为稳定的水平，销售费用随着业务的不断拓展而呈现逐年增加的趋势。

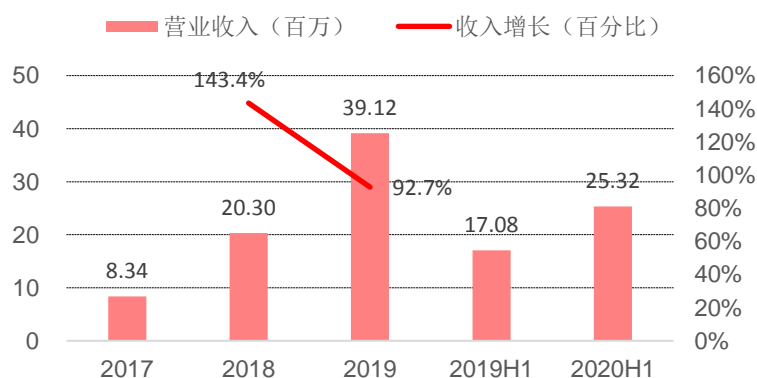
营业收入高速增长，疫情期间较去年同期仍有增长。2019 年快手营业收入 3912 万元，较 2018 年同比增长 92.7%，近两年均保持高速增长的态势。2020 年 H1 营业收入为 2532 万元，较 2019 年同期增长 48.26%，在疫情期间依旧表现抢眼。

**图表50： 2017-2020H1 毛利率**


资料来源：招股说明书，中信建投

**图表51： 2017-2020H1 三费比率**


资料来源：招股说明书，中信建投

**图表52： 2017-2020H1 营业收入与增速**


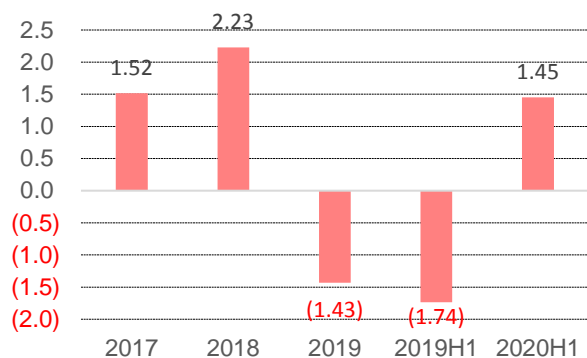
资料来源：快手招股说明书，中信建投

现金及现金等级物充足，流动性较好。截至 2020 年 6 月 30 日，快手现金流为 145 万元，较去年同期负现金流的情况相比有了较为明显的提升，短期内出现偿债问题的风险较小。

流动比率与资产负债率指标保持相对健康的水平。截至 2019 年底，快手公司的流动比率与资产负债率分别为 1.13 与 2.72，从整体来看公司的财务指标处于较为健康的水平。

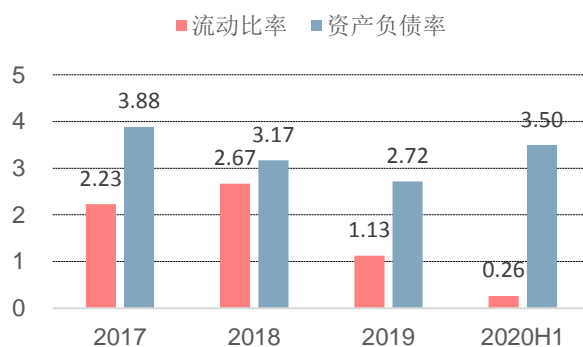


图表53： 2017-2020H1 现金及现金等价物



资料来源：快手招股说明书，中信建投

图表54： 2017-2020H1 流动比率与资产负债率



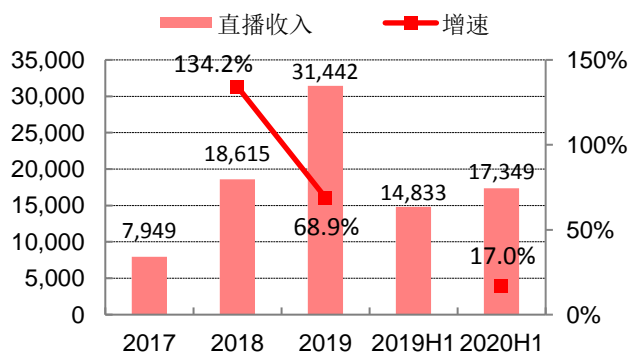
资料来源：快手招股说明书，中信建投

### 6.1.3 直播打赏是快手主要变现形式，直播电商在生态助力下高速发展

直播用户保持向移动端迁移的趋势，直播用户不断增加。快手 APP 中，直播广场涵盖秀场、生活和游戏直播，整体打赏收入高于传统直播平台，生态更具吸引力。

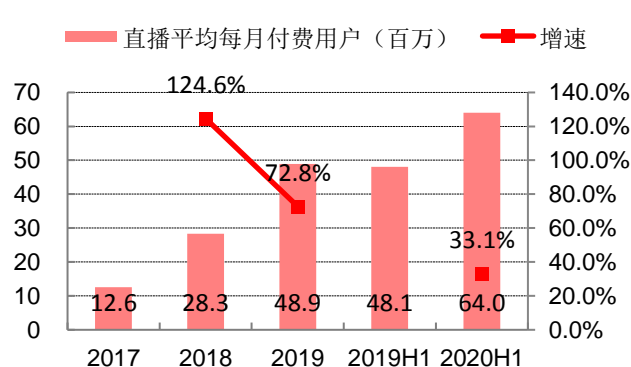
从主播打赏流水和日活用户来看，直播具备商业化变现实力，奠定了快手变现的基本盘。当前其直播 DAU 超过 1 个亿，单游戏直播 DAU 已超过了虎牙与斗鱼之和；且从打赏榜单上看，对于不同平台相同名次的主播，快手主播的打赏收入高于斗鱼和虎牙。快手直播业务的收入在 2019 年约为 314.4 亿元，占比超过 80%。直播每月付费用户规模不断增长，2019 年底增至 4900 万左右，2020 年上半年，付费用户规模达到了 6400 万。

图表55： 快手直播业务收入及增速



资料来源：招股说明书，中信建投

图表56： 直播每月付费用户及增速



资料来源：招股说明书，中信建投

快手电商于 2018 年上线，很快步入增长的快车道，在一年半的时间里实现了商业变现路径的迭代和交易额的高速增长。快手商品可通过快手小店进行购买，商品来源主要为快手自营商品和第三方平台商品。2020 年 9 月 16 日，快手电商宣布 2020 年 8 月快手电商订单量超 5 亿单。过去 12 个月，快手电商累计订单总量仅次于淘宝天猫、京东、拼多多，成为电商行业第四极。

快手电商直播带货的成功，是行业发展趋势、快手社区生态综合作用的结果。电商市场存量竞争阶段，直播带货使得商家与消费者之间的互动更加频繁，消费者的需求能够得到及时反馈；直播时主播的解说和展示更

具有真实性；直播带货绕过了经销商等传统中间渠道，具有价格优势；消费者在直播的氛围中更容易被刺激产生购买行为。2020 上半年，快手平台用户重复购买率超过 60%，直播带货发展迅猛。

整体来看，快手电商实现快速增长，主要得益于以下五个原因：快手的内容创作环境有利不同的粉丝层级的创作者实现粉丝持续的增长；疫情期间迎来众多明星和企业老板带货，直播新基建助力行业突围；快手电商带货生态健康，收入分配较为均衡；快手电商带货转化率高，推广内容能够高效触达消费者；快手商品的满意度高，用户购买意愿和复购意愿强。

#### 6.1.4 广告业务

##### 驱动因素

**用户数量庞大，流量充足。**快手目前日活用户突破 3 亿，已经跻身国民级应用。且从快手的用户结构来看，其分布与全网移动用户分布较为相似，用户渗透率较高。其充足的流量能够为广告带来巨大的曝光量。

**算法优化，广告精准定向。**快手平台积累了大量的用户数据，可以通过用户的基本信息、兴趣爱好、用户环境和算法优化四个方面进行目标人群的定位。精准定向能够帮助广告主精确化目标群体，不浪费广告的每一次曝光和点击，最大程度地提升广告的转化率。

**快手“抖音化”，融入“上下滑”模式。**快手在 19 年更新了发现页的功能，添加了“大屏模式”的设定选择，使用户获得抖音式的沉浸体验。在 20 年 9 月上线了精选页，“上下滑”的操作方式和单列瀑布流，都与抖音十分相似。前后两次更新为快手的信息流广告打造了一个社交属性较低的平台环境，无选择权力地向用户推荐算法认为合适用户的广告，提升广告的浏览量和曝光率。

##### 广告类型

快手经过不断地更新，目前 APP 拥有三个版本的页面，分别是“主版双瀑布流”、“极速版”以及“概念版”。在三个版本的平台环境中，快手衍生出了自己的一套广告产品矩阵，分别是信息流广告（有封面）、上下滑大屏广告（无封面）和视频播放页广告。

**快手信息流广告的入口主要集中于快手主 APP 的发现页和同城页。**用户只需点击广告的封面就会进入广告的详情页中，详情页下方会自动浮现一个转化按钮，用户点击转化按钮就可以跳转到落地页或者应用商店直接下载。

**上下滑大屏广告的资源入口位于快手主 APP 大屏模式或极速版中的发现页和同城页上。**用户在上下滑动的过程中，可以看到视频左下角浮出的广告按钮，点击后就可跳转落地页或应用商店。

**视频播放页广告分为三种模式：快手双 feed 模式、快手大屏模式、快手极速版。**用户在上下滑模式下，视频播放第一轮展示弱样式的广告，视频播放第二轮展示强样式；点击广告浮窗，就能够跳转落地页或应用商店。

## 收费标准

快手广告是以竞价的方式进行出价的，出价转化为预估收益，预估收益较高的广告主广告优先获得展现的机会，快手主要有下面三种广告收费形式：

图表57： 快手广告收费标准

收费形式	说明	收费标准
OCPM	按展示收费 指的是广告投放过程中该广告有效展示一千次所需广告成本；适合获取大量曝光的广告主使用。广告主可设置优化目标成本 算法自动根据成本优先将广告展现给最容易产生转化的用户	计费价格=下一位的出价*下一位的质量度/自己的质量度+0.01 如价格高于目标成本 算法会自动优化服务降低价格至目标成本之下
CPC	按点击收费 即根据广告被点击次数收费。系统不参与优化	CPC 竞价 安卓0.1元起 ios0.2元起 以视频封面点赞计费
CPA	按转化收费 帮助广告主更好地控制广告成本。	计费价格不高于出价

资料来源：快手营销平台，中信建投

## 6.2 字节跳动

北京字节跳动科技有限公司成立于2012年3月，是最早把人工智能技术大规模应用于信息分发的公司之一，以“做全球创作与交流平台”为愿景，以“技术出海”为全球化发展的核心战略。公司核心产品包括今日头条(TopBuzz)、抖音(TikTok)、西瓜视频(Buzz Video)、火山小视频(Vigo Video)、悟空问答、Faceu、图虫、懂车帝等多款产品，此外还拓展了AI教育系统、AI技术服务和企业SaaS等新业务板块。如今，字节跳动正在加速国际化，主要聚焦包括中国、日本、韩国、巴西、美国、欧洲、东南亚和印度在内的主要市场。TikTok、TopBuzz、News Republic等产品已经遍布150多个国家和地区，覆盖75个语种，在40多个国家和地区位居应用商店榜单前列，是一家面向全球的互联网平台型公司。

字节跳动在2016年9月正式宣布布局短视频，打造了“抖音+火山+西瓜”的产品矩阵。三款产品各具特色，瞄准不同的细分市场，又可相互导流，加强了字节跳动在短视频领域的壁垒。抖音主要用户群体为24-30岁的年轻人，由一二线城市不断下沉。火山小视频对标快手，以三四线城市的年轻用户为主，通过小视频帮助用户迅速获取内容、展示自我、获得粉丝、发现共同爱好，主要是UGC内容。西瓜视频则是以PGC内容为主的短视频平台，主要面向三四线城市的中年群体用户。西瓜视频前身为2016年5月上线的头条视频，在2017年6月升级为西瓜视频，同时用户量突破1亿。2020年1月，《囃妈》在西瓜视频全网免费独播，是历史首次春节档电影在线播出。目前，西瓜视频累计用户数超过3.5亿，日均播放量超过40亿，用户平均使用时长超过80分钟。

抖音以UGC内容为主，2016年9月上线后成为了字节跳动旗下增长速度最快的现象级产品。目前，抖音首页分为“关注”和“推荐”两个板块，进入首页后默认的是“推荐”板块。抖音基于用户基本信息和社交关系为用户推荐喜欢的内容，并把这些视频中点击、评论、转发量较大的视频内容进行首页推荐。对于创作者新发布的视频，抖音采用冷启动。通过机器和人工双重审核的作品会被系统分配初始流量池，所有用户的作品一

视同仁。它鼓励普通用户生产内容，即使是零粉丝基础的普通用户发出的短视频，也会被分配几十上百的基础流量。平台算法会根据初始流量池的反馈、账号初始权重、账号已有粉丝反馈有条件地对内容进行叠加推荐。数据好的短视频有更大的加权，并且会在第三步强化人群标签分发，让内容分发的更加精准。抖音算法模式下，平台内容质量更高，同时由于头部用户的话语权与影响力更强，所以更容易实现碎片化环境中的精准化传播。易打造爆款，形成平台内的意见领袖。但大多数用户都在看推荐页面，关注列表的渗透率较低，创作者与关注者间黏性较弱。

### 1) 抖音广告业务

抖音有四大主流营销产品，包括硬广信息流广告、KOL 营销、视频号和挑战赛。2017 年 9 月，抖音与 Airbnb，哈尔滨啤酒和雪佛兰合作，推出三支品牌视频广告，开始初步的商业化探索。

**抖音的广告业务是营收的主要来源。**抖音用户数量庞大，流量充足。抖音 DAU 突破 6 亿，用户渗透率高，已经跻身现阶段中国移动互联网领域的国民级应用。充足的流量能够为广告带来巨大的曝光量。第二，通过机器学习算法，抖音发现并推荐用户喜欢的短视频内容。在分发个性化内容的同时，也推荐与用户契合度更高的广告内容，使广告能够精准触达目标客户。另外，抖音的广告形式有信息流广告、开屏广告、贴纸广告等，其中信息流广告最具特色。对比快手的双列展示，抖音采用“上下滑”的操作方式和单列瀑布流，给予用户沉浸式的体验，提升广告的浏览量和曝光率。信息流广告在抖音平台上有天然的适应性，成为抖音盈利的主要工具。

图表58： 快手首页瀑布流展现形式



资料来源：快手，中信建投

图表59： 抖音首页大屏下拉模式



资料来源：抖音，中信建投

抖音广告业务的主要驱动因素包括 DAU、用户日均使用时长、广告浓度和价格。广告收入可以简单拆分为曝光量和价格。曝光量又可以分解为用户使用总时长（用户使用总时长可拆分为 DAU 和人均日使用时长）、广告浓度两个方面。抖音广告主要收费方式包括 CPM（广告展示一千次需要的成本）和 CPT（包时段投放广告按时长收费）。抖音 2017 年起开始发展广告业务，广告浓度的变化并不显著，CPM 和 CPT 价格小幅增高。



抖音广告业务的增长以用户总使用时长驱动为主，价格驱动为辅。即抖音主要依靠 DAU 和用户日均使用时长的增长实现广告业务的增长。2017-2019 年，抖音的 DAU 由 700 万增长至 3.2 亿，用户人均日使用时长由 25 分钟增长至 70 分钟，用户总使用时长的增幅达到了 35.2 倍和 2.5 倍。

目前抖音拥有庞大的流量基础，广告空间仍然巨大。当前抖音 DAU 已达 6 个亿，虽然用户规模提升空间相对较小，但抖音广告形式多样，用户可接受度较高，抖音广告浓度未来还有提升空间。例如 19 年 4 月份抖音新上线了 TopView 超级首位广告，内容热推也在不断推广。价格方面，依托抖音巨大的流量基础，较为精准、新潮的广告推广效果，广告价格的提升也是未来其广告发展的另一个驱动因素。抖音短视频广告 CPM、CPT 刊例价远高于图文广告，倘若抖音进一步提升广告质量和广告推送精准度，提高广告主 ROI，建立行业壁垒，抖音广告单价也有一定增长空间。

此外，抖音国际化势头强劲，海外市场是广告业务持续增长的重要机会。随着 TikTok 在国际爆火，广告商和合作品牌都对其密切关注。2019 年 1 月，抖音海外版 TikTok 上出现了美国外卖公司 GrubHub 的应用安装广告，试水广告业务。2019 年 2 月，外媒称抖音海外版 TikTok 正在开发平台上的竞价广告，借此吸引更多的广告商并加速流量变现。2020 年 7 月，TikTok 全球范围内推出自助广告服务平台，包括一个音乐库和视频编辑工具，可帮助品牌制作符合 TikTok 视频风格的广告。随着 TikTok 海外流量和用户规模持续增加，未来海外产品的商业化也将驱动广告收入增长。

## 2) 抖音直播业务

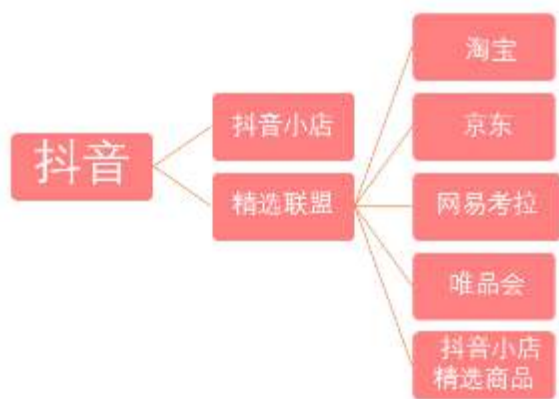
抖音于 2018 年年初开通了直播业务，开始更激进的变现方式的尝试。在增设直播入口后，抖音建立的社交圈黏度增强且更加多元。快手几乎同期也上线了直播板块。相比于快手平台上几乎人人都可以直播，抖音的直播门槛较高，主要通过招募主播、与 MCN 机构合作等形式。

用户通过发布短视频积累的私域流量可以转换为直播流量的基本盘，通过直播与用户的互动可以进一步加强与粉丝的关系。阿里大文娱统计的数据显示，用户需要 18 次触达，才能转化为直播注册用户，平均一个用户访问 26 个主播可能产生一个付费转化，观看 26 个主播的过程需要消耗 47 分钟。所以吸引直播用户很难，获取直播用户的价值更难，对直播产生兴趣需要一个长时间的教育过程。但是抖音作为短视频平台积累的巨大流量具有天然强大的用户触达能力，可以花费更低的成本将未被教育过的用户挖掘出来，抖音巨大的用户体量是其直播业务发展的天然优势。抖音的算法分发机制也为直播间导流，主播在非直播时间通过短视频内容吸引粉丝，在直播间加强与粉丝的互动。

## 3) 电商业务

2018 年 3 月底，抖音正式试水电商，开始在大号中添加购物车链接。2018 年 5 月起，用户可进入达人的个人主页内的店铺进行购物。12 月，抖音正式开放购物车功能申请，同时允许在个人抖音账号内开通商品橱窗。2019 年起，抖音陆续接入小米商城、京东等多个第三方电商平台。

图表60： 抖音电商业务



资料来源：快手大数据研究院，中信建投

图表61： 抖音短视频、直播购物车入口



资料来源：抖音，中信建投

抖音以内容为核心，主要基于短视频内容场景向电商导流。抖音销售商品的渠道分为自营的抖音小店和淘宝、京东、网易考拉等第三方电商，此外抖音还自建了小程序电商。抖音以用户体验为导向，短视频的内容展现形式为单列上滑，增加了用户的沉浸感，其算法向用户精准推荐头部内容，用户更加关注热点而非特定视频主，因此社交关系沉淀较弱。抖音的算法分发机制以内容为核心，2.7%的视频内容占据 80% 以上流量，集中于爆款内容分发。KOL 和粉丝之间的关系类似于明星与追随者，互动较少，用户更多是对作者的某个短视频作品内容感兴趣，粉丝粘性和转化率较弱。抖音凭借其用户体量与中心化流量分发，做到内容聚集，因此抖音更适合用内容种草粉丝，用户多基于视频内容购买。直播带货商品交易绝大部分跳转到淘宝或者天猫成交，只有极少部分是抖音自有商品。

抖音电商直播带货目标用户以一二线城市年轻人为主。注册用户以一二线城市居多，女性比例 60%，24 岁以下占比 51%，30 岁以下 77%，一定程度上代表了大众文化喜爱方向。从收入水平来看，3000 元以下占比 33%，3000-5000 元占比 32%，5000-10000 元占比 23%，一万元以上仅有 12%，年轻群体收入偏低。由于一二线城市的消费者选择较多，信息通畅，消费壁垒低，在抖音平台上被种草后倾向于货比三家，不容易冲动消费，为抖音直播带货转化增加了一定难度。

抖音用户商品消费单价相比快手较高，用户对于商品的价格敏感度相对较低。根据卡思数据《抖音 vs 快手三十日红人电商研究报告》，抖音好物榜上榜商品中 0~50 元的商品占比最高，为 41.25%，快手 0~50 元商品所占比例为 63.32%，抖音 0~200 元的商品总计占比 84.61%。但也有较多单价高的商品吸引了用户的分享和关注，比如潘华尔姿手工毛衣发布的单价 4990 元的男士手工毛衣凭借极致的工艺频繁登上抖音好物榜。

抖音依托抖音小店和巨量云图实现直播电商闭环。2019 年 4 月，抖音小店上线，用户下单商品如果属于抖音小店无需跳转至第三方电商平台。并且，抖音小店为商家实现抖音、火山、西瓜、头条等多个 APP 账号的绑定，多渠道覆盖进行流量变现。2020 年 6 月，抖店 APP 正式上线。巨量星图平台也在 2020 年 5 月上线直播业务，汇集了字节跳动旗下各短视频平台的达人主播资源，为客户提供包括达人匹配、在线直播任务下单、直播带货效果数据分析等全链路智能直播服务。此外，2020 年 10 月 9 日，抖音开始实施第三方来源商品不再进入直播间购物车的新规，完全切断了直播带货业务中第三方商品来源。

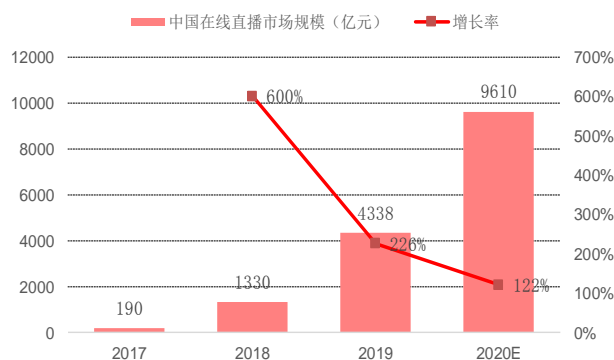


### 三、流量下沉，模式创新，电商行业的新兴业态

#### 1、直播电商：掀起新的电商竞争格局，流量分发权之争将走向何方？

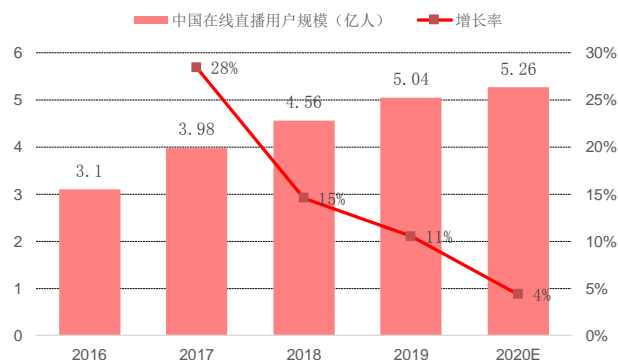
直播电商市场规模快速增长，2020 年预计突破 9000 亿元。直播电商能给消费者带来更直观、生动的购物体验，所以相比图文模式转化率更高，营销效果更好。各大电商平台（比如阿里、京东、拼多多等）和内容平台（比如抖音、快手等）纷纷涉足直播电商。直播电商的市场规模快速扩大，从 2017 年的 190 亿元增长到 2019 年的 4338 亿元，预计 2020 年将达到 9610 亿元。直播电商的兴起一方面是因为电商行业的完善，另一方面也是因为在线直播这一泛娱乐项目（涵盖了电商直播、游戏直播、秀场直播等）的用户习惯的养成。在线直播用户从 2016 年的 3.1 亿增加到 2019 年的 5.01 亿，预计 2020 年将达到 5.24 亿。

图表62： 中国直播电商市场规模



资料来源：艾媒咨询，中信建投

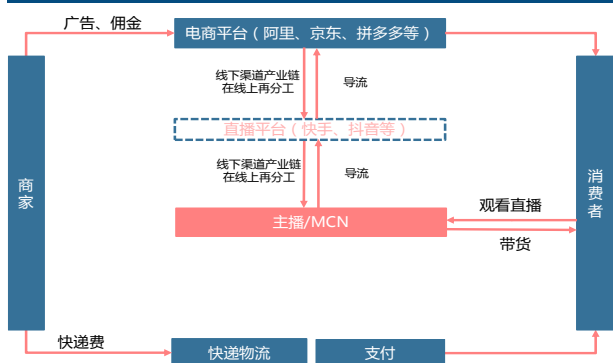
图表63： 2016-2020 年中国在线直播用户规模 (亿人)



资料来源：艾媒咨询，中信建投

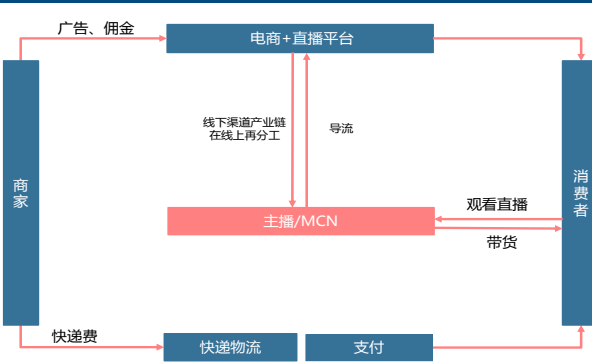
直播电商产业链不断完善，合作与竞争并存。在直播电商产业链中，上游主要是品牌商或商家，中游是电商和直播平台、主播和 MCN 机构，下游为消费者。上游的品牌商或商家向平台支付广告费及佣金，中游的平台提供服务，主播和 MCN 机构则负责生产并输出内容、吸引流量，带货销售给消费者。而在中游的平台部分，又可细分为两种情况，一种是存在直播平台和电商平台的上下游关系，直播平台引流至电商平台，通过电商平台达成交易；另一种则是平台兼具电商和直播功能，直接引流消费者，进行商品交易。

图表64： 直播电商产业链（直播平台和电商平台单独）



资料来源：中信建投

图表65： 直播电商产业链（直播+电商一体）



资料来源：中信建投

从佣金分成模式看产业链各方关系。我们以阿里、抖音、快手的分成模式作为代表，进行详细解读。

**阿里的分成模式。**淘宝直播采用商品导购佣金（CPS），分佣规则如下表所示。淘宝直播中，根据是个人主播还是 MCN 机构，阿里妈妈、阿里创作平台、内容创作者的分成比例分别为 1：3：6 和 1：2：7。而在淘宝与其他平台的合作中，网红达人作为第三方淘客推广者在一些图文资讯、短视频、直播类等第三方淘客内容平台（如抖音、快手、微博、今日头条、UC 等）进行三方分成的推广，淘宝首先收取 6% 的内容场景专项软件服务费，再按三方分成比例分成，比如快手的三方分成比例是 1：4.5：4.5（不同内容平台分成比例不一样，1 是阿里收取的 10% 技术服务费，快手和 MCN/主播对半分成）。

**图表66： 淘宝-抖音-MCN/主播分成情况**

	金额（元）	规定比例
商品成交额（假设）	100	
佣金	20	成交额的20%
内容场景专项服务费	6	成交额的6%
技术服务费	$(20-6)*10\%=1.4$	扣费后佣金的10%
直播平台(含MCN/主播)最终所得	12.6	
直播平台	3.15-6.93	最终所得的25%-55%
MCN/主播	5.67-9.45	最终所得的45%-75%

资料来源：淘宝，抖音，中信建投

**图表67： 淘宝-快手-MCN/主播分成情况**

	金额（元）	规定比例
商品成交额（假设）	100	
佣金	20	成交额的20%
内容场景专项服务费	6	成交额的6%
技术服务费	$(20-6)*10\%=1.4$	扣费后佣金的10%
直播平台(含MCN/主播)最终所得	12.6	
直播平台	6.3	最终所得的50%
MCN/主播	6.3	最终所得的50%

资料来源：淘宝，快手，中信建投

对于商家而言，1、直播平台抖音、快手上直接开设小店，2、通过直播平台导流给淘宝店，3、只在淘宝直播中销售，三种模式下成本存在一定的差异。因为对于外部流量导购（比如抖音、快手），淘宝联盟会扣除成交额的 6%，作为内容场景专项软件服务费，所以卖家需要设置较高的佣金比率。如果抖音小店的订单转化率与导流至淘宝店接近，则直接开设抖音小店可以为商家省下 6% 的费用。但目前抖音小店尚不成熟，消费者可能出于对小店售后、物流等的担忧，可能不一定会选择购买，转化率可能下降。若转化率下降 7% 以上，则抖音小店的盈利便低于导流至淘宝。当然商家也可以只在淘宝直播中销售，也可以省掉 6% 的内容场景专项软件服务费。我们认为内容场景专项软件服务费，会一定程度上减少淘宝卖家去抖音、快手等第三方流量平台导流，而将更多的资源投入淘宝直播。

随着直播电商的发展，电商平台与直播平台的关系也将从合作走向竞争。电商平台不仅与直播平台合作，同时也着力发展自己平台的直播业务；直播平台也不只是作为流量的中间环节，同时也正在构建交易闭环，建立自有电商平台。流量作为直播产业链中的核心资源，素来是竞争的焦点，历史上有很多争夺流量分发权的例子。

**图表68：历史上互联网企业流量之争**

	<b>2007年</b> 阿里推出广告交易平台 阿里妈妈，开始收取广告费 <b>2008年</b> 淘宝屏蔽百度搜索	<b>2012年底</b> 淘宝调整淘宝客佣金模式，封杀返利网站 <b>2013年</b> 阿里收紧对第三方导购平台的扶持政策	<b>2017年</b> 微博封杀了今日头条的微博账号 <b>2018年</b> 抖音遭到微博、微信封杀
<b>2005年</b> 阿里通过百度等搜索平台导入站外流量，逆转eBay占据58.6%市场份额	<b>2012年</b> 淘宝近10%流量来源于蘑菇街、美丽说等导购平台，分成占比达21%	<b>2013年</b> 腾讯和阿里相互封杀，微信中淘宝链接自动导向app下载页 <b>2015年</b> 微信封杀支付宝红包	

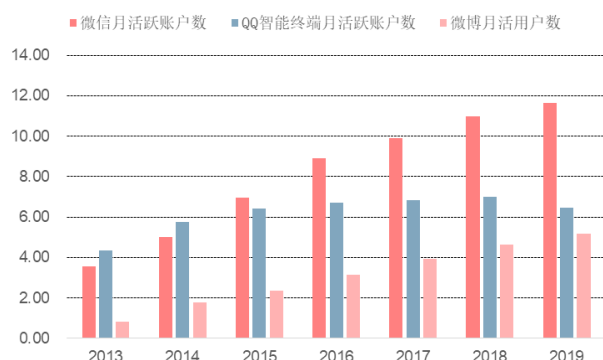
资料来源：中信建投

## 2、社交电商：重构“人、货、场”，微信完善商业场景建设

**微信完善商业场景建设，社交电商蓬勃发展。**在2020年1月9号的微信公开课 Pro 上，微信提出将进一步完善商业场景建设，解决目前微信电商中的痛点，比如交易信任度、物流信息、直播、搜索等。经过大半年的实施，我们看到很多计划都已经落地。比如搜索增加了“商品”等选项、2月上线了直播组件、8月小程序“交易保障”开启公测。我们认为微信作为用户数 12.06 亿的 APP，拥有海量的流量，而且可以社交裂变、多场景互动，非常有效地使商家和消费者相互触达。微信也推出了公众号、支付、小程序，不断完善商业场景，提升用户体验。小程序的用户数和交易额快速增长，截至2020年6月，微信小程序月活跃人数已突破8亿，月活跃用户规模在百万人以上的小程序数量已突破1000个，用户人均使用个数也增加到9.8个。2020年1-8月商品交易GMV同比增长115%，品牌商家自营GMV同比增长210%。2019年小程序交易变现为8000亿元，同比增长160%。搜索、直播、交易保障等功能和服务的进一步完善，将进一步提高用户体验，让消费者更愿意在小程序中购物，社交电商将继续蓬勃发展。

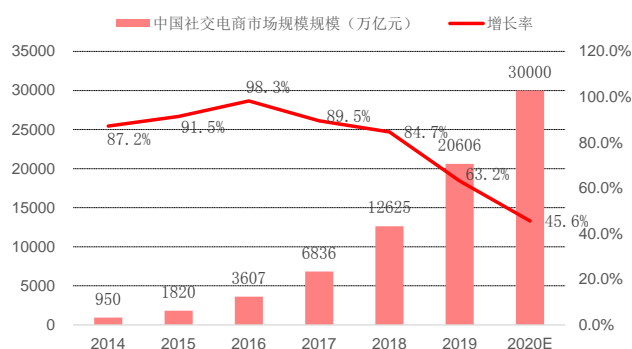
社交电商是基于人际关系网络，利用互联网社交工具，将关注、分享、沟通、讨论、互动等社交化的元素应用于电子商务交易过程的现象。从电子商务企业的角度来看，社交电商是指商家通过社交化工具的应用及与社交化媒体、网络的合作，完成企业营销、商品交易、服务提供等经营活动，是新型电子商务的重要表现形式之一。社交电商成长快速，满足消费新需求。近几年移动社交蓬勃发展，以微信、微博、抖音等为首的移动社交APP用户数和用户时长都快速增长。移动社交的发展也推动了社交电商的发展，商家通过私域流量来运营用户。2018年，中国社交电商行业规模达到12624.7亿元，同比增长84.7%。预计2019年中国社交电商行业规模将增长至20605.8亿元。

图表69：主要社交 App 月活情况



资料来源：公司公告，中信建投

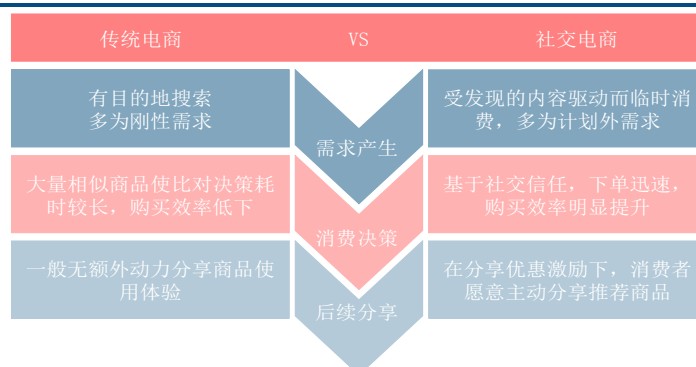
图表70：中国社交电商行业规模（亿元）



资料来源：艾瑞咨询，中信建投

社交电商推动电商购物从按需搜索式购买转变为内容发现式消费，从集中流量入口转变为去中心化分享，重构“人、货、场”。基于社交媒体 APP 和社交行为而构建的社交电商，在消费流程的所有环节上都改变了消费者的行为习惯，也改变了商家特别是中小商户的经营思维和方式。

图表71：社交电商给消费者带来的改变



资料来源：中信建投

根据运营模式不同，我们可以将中国社交电商分为 4 类：

① 拼购式社交电商：设定拼团减免人数标准及优惠价格，激励用户在社交媒体间分享商品链接以达成拼团条件。这类电商的典型有拼多多、京喜。

② 会员制社交电商：S2B2C 模式，平台负责选货、配送、售后等完整流程，用户仅需注册会员后通过宣传分销获得销售提成，同时平台通过拉新、邀约奖励等方式鼓励会员通过社交裂变邀请其他用户成为平台会员。目前这类电商主要有云集、贝店等。

③ 社区团购：以社区为单位的团购，通过在社区内发展团长来连接平台和用户，社区居民可通过微信小程序等工具进行线上预订，团购平台负责将货品统一配送至团长处，再由团长进行社区内配送或用户上门自提。这一类的电商主要有兴盛优选、十荟团、美家买菜等。

④ 内容类社交电商：平台通过多样的内容吸引感兴趣的用户浏览、参与讨论，并对其进行商品引流，

引导其进行消费活动，平台则主要收取交易佣金、广告展示费用，个别平台也会建立自己的电商交易系统。这一类的典型电商有小红书（内容社区+自有电商系统）、抖音小店、快手小店等。

同时，社交电商的第三方系统服务商也在逐渐成长，成为社交电商行业重要的构成部分。这一类服务商主要有微盟、有赞等。他们为商家在微信等社交平台开店、经营管理提供全套标准化 SaaS 服务，由于其服务流程简洁，产品易于上手应用，无需本地部署，降低了开店门槛。

**图表72： 中国社交电商行业参与者分类**

类别	模式	目标用户人群	流量利用方式	主要营收来源
拼购式社交电商	利用拼团享优惠政策鼓励用户分享商品购买链接	价格敏感型人群	以低价拼单为核心吸引力，激励用户在熟人链内分享，实现社交裂变	广告费用+交易服务费用
会员制社交电商	1、用户仅需代理分销获得销售提成，平台则负责线下流程 2、平台通过拉新奖励鼓励用户拉新以拓展分销商	愿意且有能力从事分销的人群	通过分销奖励机制，鼓励用户邀请好友注册，平台则承包线下流程	商品销售+分销商注册费用
社区团购电商	以团长为基点，降低获客、运营及物流成本；预售制及集采集销的模式提升供应链家庭用户效果		通过社区团长进行商品推广销售，依托熟人经济降低成本导流	销售商品+广告加盟费用
内容类社交电商	通过优质内容吸引用户浏览讨论，进而引导其进行相关消费	兴趣导向人群/易受 KOL 达人影响人群	1、通过用户的兴趣关注将用户分组聚集 2、打造“发现-购买-分享”的消费生态闭环	广告费用+导流收入
第三方系统服务商	为商家提供 SaaS 工具和服务支持	中小商家	-	SaaS 工具及服务费用+交易佣金

资料来源：电子商务研究中心，艾瑞咨询，中信建投

### 3、生鲜电商：如何攻克生鲜品类难题？

生鲜电商的发展历程可以分为三个阶段，在这个过程中，电商逐步将线上与线下融合，扩展产品品类，缩短配送时间，并为用户打造区域化个性化的购物体验。2005 年至 2011 年属于生鲜电商的萌芽期，2005 年易果网的成立标志着生鲜电商的起步，到了 2008 年生鲜电商的行业更是活跃。2012 年至 2018 年，生鲜电商行业处于增长期，商业模式和供应链逐步发展完善，商家开始探索 B2C 等新模式。2016 年，大批中小型生鲜电商倒闭，资本和巨头入场布局线上线下新零售模式，生鲜电商行业头部效应显现。2019 年生鲜电商的发展遭遇寒冬。2020 年年初的疫情刺激了消费者线上购买生鲜的需求，行业重新迎来增长。



图表73： 生鲜电商发展时间轴



资料来源：艾瑞咨询，中信建投

中国生鲜电商行业产业链较长。商品经过上游供应商包括农场养殖场、生产加工企业、产地直采，中游供应商包括农贸企业、品牌商、进口商、经销商，生鲜商家包括大型商超、线下商家、生鲜电商，物流包括自建物流、第三方物流，最后抵达消费者。

图表74： 生鲜产业链



资料来源：艾瑞咨询，中信建投

目前主流的生鲜电商模式包括前置仓、到店+到家、平台到家、社区拼团。前置仓是生鲜电商设置在社区的仓库，旨在使得社区内的配送更加高效便捷。到店+到家是指生鲜电商在开设网购服务之余，还建立了线下门店。平台到家的生鲜电商将商家和用户联系起来，该平台提供合作商户的购买入口，并在用户选购结束后完成配送。社区拼团模式因为深入社区，降低了商品配送、取货难度，是2019年十分活跃的生鲜电商模式，吸引了

许多新鲜血液和投资。

活跃的社区生鲜店模式亦代表着生鲜电商发展的一个趋势：市场细分化、商品个性多样化、解决生鲜配送最后一公里的问题。社区生鲜店配合社区团购成为生鲜电商新的风口。线上平台展示社区商家的产品，用户拼团完成购买并通过交易凭证线下提货，平台将扣除佣金的收益转交给商铺，社区商家、用户、平台都在该过程中获益。

**图表75： 生鲜电商模式对比**

模式	代表平台	主要成本	优点	不足
前置仓	叮咚买菜	营销、人工、物流、包装	高坪效、运营效率高、毛利空间高	前期成本高、人工成本高、规模效应与供应链难平衡
	每日优鲜			
	谊品生鲜			
到店+到家	永辉 MINI	人工、租金、固定成本	高坪效、高毛利、数字化运营	依赖选址、投资重
	盒马 MINI			
	京东到家			
平台到家	多点	人工、后台管理、固定成本	平台商户流量、数字化运营	初期盈利难度大
	饿了么			
	蔬东坡			
社区拼团	百果园	人工、租金	获客成本低、贴近用户	缺乏系统管理
	十荟园			

资料来源：中信建投

生鲜电商的痛点主要是运输、储存等，所以目前经营的主要方向是降低运输成本、场地成本，精细化销售、刺激目标群体消费。回顾过去 5 年热门生鲜电商的发展历程，各个平台都在几个方面改善突破。在降低运输成本、场地成本方面，各大电商的举措主要是打造店仓一体，并使用大数据预测用户需求，减少生鲜囤积。在精准化销售、刺激目标群体消费方面，不同电商打法各不相同。盒马鲜生调整了开店初期定下的“高端水产”、“门店标准化”的方向，转而将门店场景本土化，通过线下门店的体验刺激用户消费，引流线上。多点通过大数据描绘用户画像，精准推送商品广告及优惠措施刺激消费。每日优鲜和叮咚买菜作为前置仓资深玩家，通过开设店仓深入市场，并借助大数据预测用户需求，提高用户的购买体验。

图表76： 热门生鲜电商发展趋势



资料来源：中信建投

## 4、社区团购：关注效率、利润这两个零售本质

社区团购的发展过程可以分为4个阶段。社区拼团平台早期在PC端出现，消费场景主要是吸引新客户以及处理尾货。早期的这类电商有大众点评和美团。随着微信、移动支付的普及。2016年，市场上出现了在微信群、QQ群组织社区成员拼团购买生鲜的模式，例如最早在QQ群卖水果的“你我您”就是这类公司之一。但早期的拼团平台商业模式不成熟，商品品类较少。2017年1月，微信小程序上线，社区团购的平台进一步线上化。2018年，社区团购市场迎来爆发期，大量资本涌入市场，巨头也纷纷入局，上演“百团大战”。2019年，大量社区团购平台在获得资本的青睐后，因为自身造血能力不足，资金链断开，走向破产或关停。2019年社区团购企业共有8家披露了融资，融资总额约19亿元，和2018年40亿的融资额相比，市场趋于冷淡。2020年年初的疫情让社区团购重新活跃起来。2020年年中，美团、拼多多纷纷上线社区拼团业务。

2020年疫情使得用户社区团购的需求增加，社区拼团市场火热，大量资本注入，巨头持续入场。2020年7月，美团推出美团优选，2个月内已入驻济南、武汉、广州、佛山和成都。拼多多在8月于武汉和南昌上线了多多买菜微信小程序。社区团购目前热门的企业如十荟团、兴盛优选等也在今年接连获得投资。

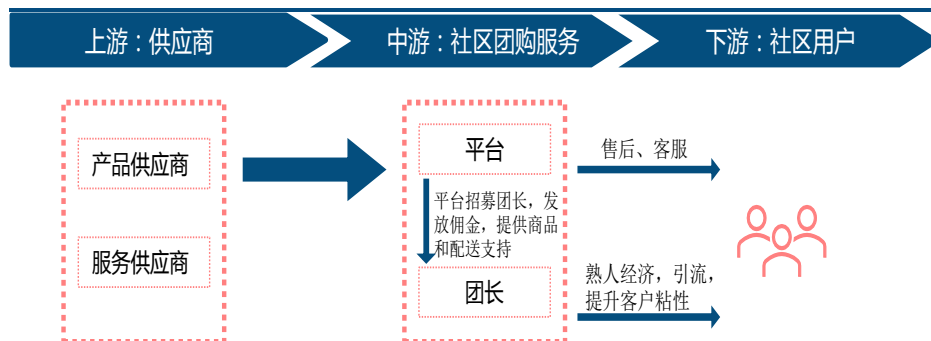
图表77： 生鲜电商发展时间轴



资料来源：艾瑞咨询，中信建投

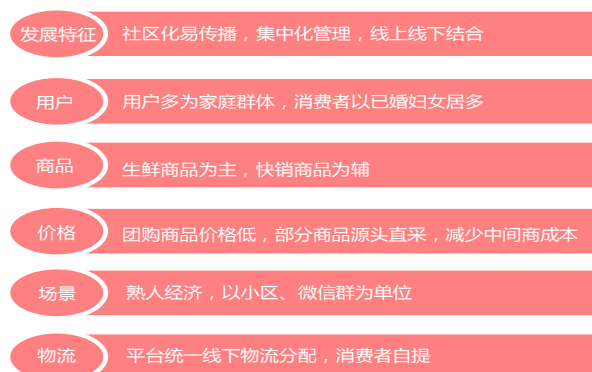
社区团购的产业链分为三个部分。上游的供应商、中游的平台和团长、下游的社区用户。在供应方面，2020上半年中国社区团购中占比最高的产品前三是水果、蔬菜、肉制品。社区团购平台的商家多采用直采直销的方式，大幅降低了商品的流通成本。在平台服务阶段，团长是连接平台和用户的重要部分，团长负责为平台带去用户、留住用户。围绕团长，平台建立了熟人经济，在信任的基础上，平台还会采用预售的模式，根据订单量采购，杜绝了商品囤积的问题。同时，在部分平台团长还负责向用户配送商品，为平台解决了“最后一公里”的配送问题，同时也降低了成本。

图表78： 生鲜产业链



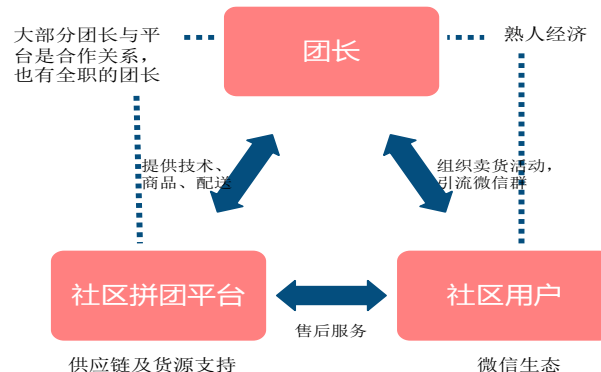
资料来源：艾瑞咨询，中信建投

图表79：社区团购行业特点



资料来源：艾瑞咨询，中信建投

图表80：社区拼团模式的结构



资料来源：艾瑞咨询，中信建投

目前社区拼团玩家主要分为三类，分别是实体零售转型社区拼团、独立创业平台，以及互联网玩家。除去北上广，江苏、湖南、湖北是社区团购平台最为火热的地方，兴盛优选最早就是在湖南长沙发家，今年新入场的美团优选和多多买菜也纷纷选择了武汉作为业务的首发城市。在社区团购的领域，互联网玩家在后台服务、供应链端有着先天优势，更容易扩大业务的覆盖范围。

图表81：社区拼团玩家类型、及部分案例、地区

类型	平台	地区
实体零售转型	兴盛优选	湖南、湖北、重庆、广东等地
独立创业	十荟团	山东、河南、江苏、浙江、江西、湖南、湖北
	九佰街	大庆
互联网玩家	食享会	浙江、江苏、江西等
	同程生活	浙江、江苏、安徽、广东等
	美团优选	济南、武汉、广州、佛山
	多多买菜	武汉、南昌、西安、咸阳、黄冈、黄石、鄂州、咸宁、孝感

资料来源：艾瑞咨询，中信建投



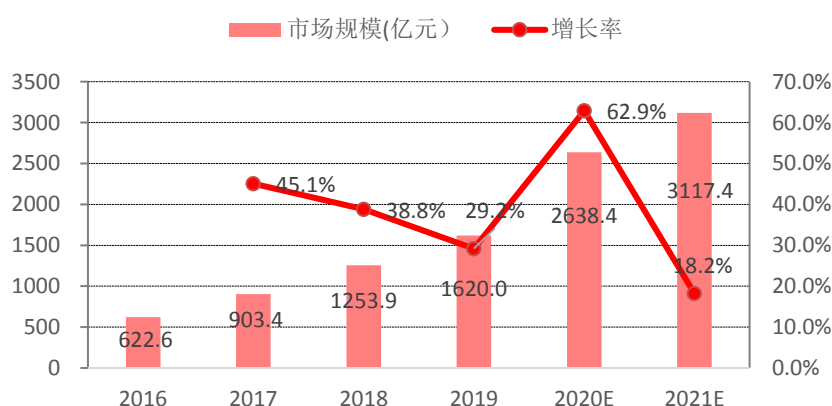
## 四、万物到家时代来临，生鲜、商超线上化势不可挡

新冠肺炎疫情期间，安全成为消费的前提，这极大提高了线上渗透率，消费者即时消费习惯进一步养成。同时，除了餐饮外卖，到家服务正在向更多品类、更多消费场景拓展，如商超、生鲜、医药、跑腿服务等多个领域，“万物到家”趋势明显。其中，餐饮外卖订单所占比重最大，2019 年占比为 70%；其次是生鲜宅配和商超近年来，非餐占比快速上升，尤其是生鲜和商超两大业务。我们预计非餐业务订单占比有望在 2022 年达到 40%左右，市场空间有望达两万亿以上，对应市场规模有望超过 189 亿单。

### 1、生鲜到家

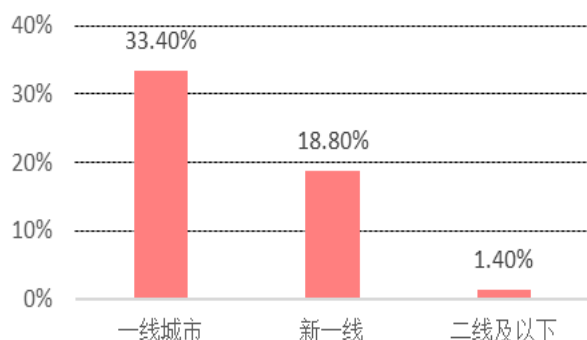
疫情带动增长，生鲜电商再次爆发，迎来新的发展机遇。iiMedia Research 数据显示，2019 年中国生鲜电商市场规模保持 29.2%的稳定增长，达到 1620.0 亿元，预计到 2020 年将升至 2638.4 亿元，同比增长 62.9%。2020 年受疫情影响，消费者对于生鲜配送的需求急剧增加，消费习惯逐渐养成，互联网巨头不断入局，行业竞争激烈。同时，随着未来疫情影响的逐渐消退，生鲜电商可能会面临“疫后”用户流失的困境。

图表82： 2016-2021 年中国生鲜电商市场规模及预测

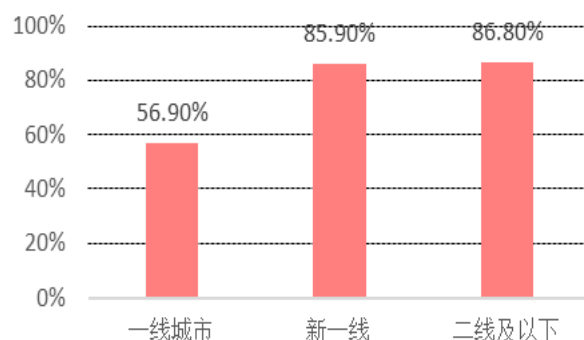


资料来源：艾媒数据中心，中信建投

iiMedia Research 数据显示，生鲜到家在春节后的一个月月活用户接近 7000 万，去年同期为 4400 万，日人均使用次数、时长增幅均在 20% 以上。2020 年 3 月中国生鲜电商平台月活排名第一的是多点，月活达 1026.4 万人。盒马鲜生和每日优鲜排名第二、第三，月活分别为 892.7 万人和 735.7 万人。

**图表83： 2020年6月不同城市生鲜电商用户渗透率**


资料来源: Fastdata, 中信建投

**图表84： 2020年6月不同城市等级生鲜电商用户同比增速**


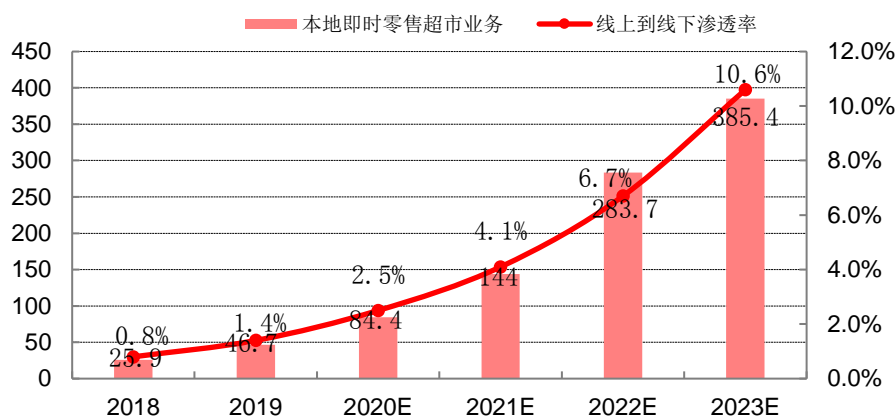
资料来源: Fastdata, 中信建投

现阶段生鲜电商多种商业模式共存，行业竞争愈发激烈。生鲜电商早期以垂直生鲜电商平台为主，发展缓慢；随后生鲜电商行业经历了爆发增长期，巨头不断加码供应链投资，布局线上线下融合的新零售模式，前店后仓、前置仓等新型电商模式迅速发展。店仓一体模式与前置仓模式是生鲜电商的高线打法，定位于一二线城市，资产重，前期需要投入大量成本。**店仓一体模式**的代表玩家是盒马鲜生，提供到店和30分钟到家配送服务，毛利率高、壁垒高、用户粘性较好。**前置仓模式**的代表玩家有每日优鲜和叮咚买菜，前置仓可以将商品提前运输到距离消费者更近的场景，缩短了配送时间。但前置仓模式一般无线下门店，缺乏线下流量入口，回报周期较长。如今，互联网巨头纷纷入局“社区团购”，进一步丰富了行业模式，生鲜电商迎来新的发展契机。“**社区团购**”模式是主攻中低线城市，最后一公里由团长负责，通常采用自提模式，降低了终端物流成本，资产更轻，现金流也更稳定。

## 2、商超到家

中国商超到家行业市场规模距成熟市场仍有较大空间，预计2023年超市零售线上渗透率将达到10.6%，GMV将达到3854亿元。而在即时零售发展成熟期，线上渗透率则有望更高。根据艾瑞咨询，中国商超零售的线上渗透率有望从2019年的1.4%快速上升至2023年的10.6%，本地即时商超零售GMV在2019-2023年有望达到69.5%的复合增速，距离产业成熟期有一定距离。与发达国家成熟市场相比，我国生鲜电商有较大上升空间。而由于我国配送物流和人力成本较低，人口和超市、商家分布集中，对即时零售行业需求将大于发达国家消费者需求，我们预测中国超市到家业务在2023年后将继续发展，O2O渗透率在未来有可能超越发达国家。

图表85：本地即时零售 GMV 超市业务部分预测 单位：十亿美元

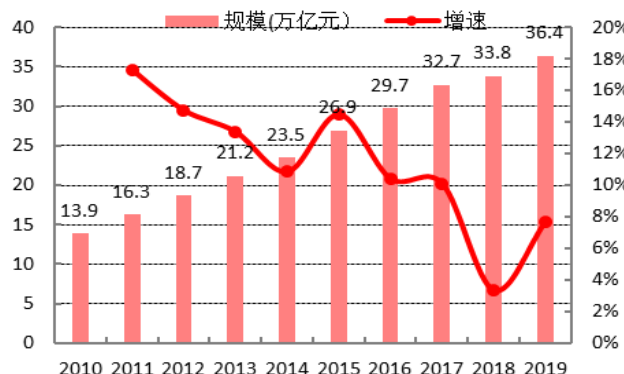


资料来源：达达集团招股书，中信建投

疫情催生到家需求，商超到家业务有望快速发展。近年来生鲜电商行业发展迅速，但生鲜品类低毛利率、高损耗率以及高配送成本等特点，导致生鲜电商企业盈利困难，商超到家业务发展缓慢。由于物流即时配送能力的不断提升、数字支付的普及以及疫情在一定程度上教育和改变了消费者的购物行为等因素，线上购物被越来越多的消费者所接受。不仅创业公司深入到家领域，商超等传统线下零售企业也开始探索到家服务。商超到家基本采用两种结合的方式——自建 APP/小程序的自营模式与第三方合作。从消费端来看，消费者可以通过线上渠道付费以获得更好的体验，包括便利性、更广泛的选择性和订单履约的即时性。对于供给端的商家而言，线上渠道拓展了线下商超的消费半径约 3-5 公里，这意味着商超拥有了更多的潜在消费人群。此外，尽管超市部门具有非周期性，但许多线下零售商的成长却受到传统的、效率低下的关键活动的阻碍，如产品拣选和库存管理等，而线上零售平台给商家提供了数字化解决方案，改善了这些问题从而进一步提高了商超的运营效率。

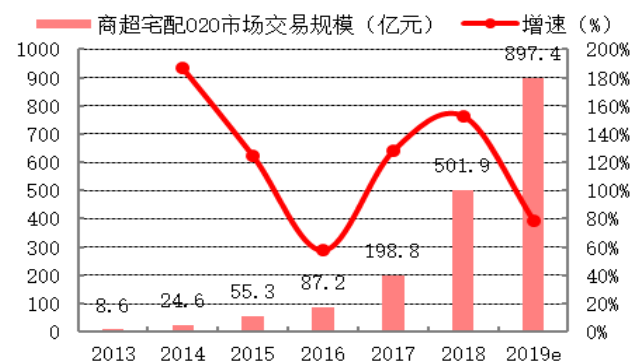
2019 年，全国零售市场销售规模平稳增长，增速有所回落。数据显示，全国商品零售额 36.4 万亿元，同比增长 7.7%，增速较上年同期回落 1.2 个百分点，但与其他国家相比，仍处于较高水平。而 13-19 年商超宅配 O2O 市场交易规模增长更是展示出商超宅配广阔的市场空间，交易规模从 2013 的 8.6 亿元增长到了 2019 年的 897.4 亿元，年复合增速达到了 117%。

图表86：全国零售市场规模及增速



资料来源：国家统计局，中信建投

图表87：13-19 年商超宅配 O2O 市场交易规模及增速

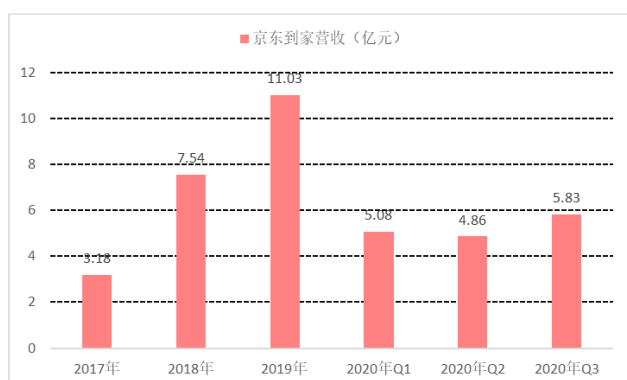


资料来源：艾瑞咨询，中信建投

以达达集团为例，达达拥有即时配送平台和即时零售平台，由达达快送和京东到家两部分构成，物流+商流的双轮驱动模式决定了达达在同城零售的绝对领跑地位。其中达达快送于2014年6月上线，据艾瑞咨询报告，2019年达达快送已成为全国领先的即时配送平台，其主营业务包括最后一公里服务业务和同城配送服务，同时包含部分配送装备销售。2020年，达达快送继续巩固中国社会化同城配送平台领先地位，市场份额由2019年的19%提升至24%。达达2020年Q3财报显示，达达集团三季度营收为13.02亿元人民币，同比增长85.5%，达达集团预计，2020年Q4总营收将介于20亿元人民币至21亿元人民币之间。截至9月30日的12个月内，达达快送配送订单量为10亿单，平台营收同比增长81.3%至7.19亿元人民币。京东到家平台GMV为213亿元人民币，同比增长102.9%，平台活跃消费者为3730万，同比增长77.1%。

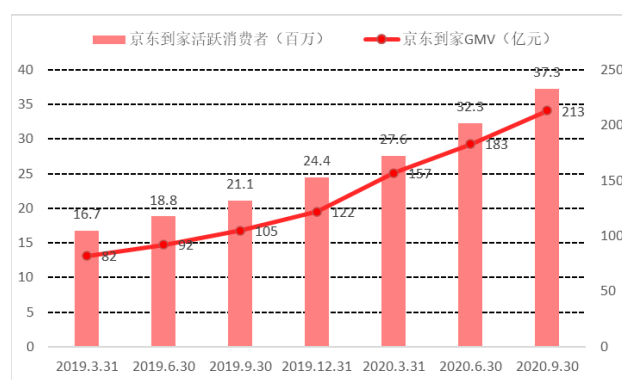
经过多年发展，京东到家已发展为提供多品类商品1小时达服务的综合性本地即时零售平台。京东到家最早从超市切入市场，依托该业态建立起了核心壁垒。达达集团于2016年向京东集团收购了京东到家全部业务，自收购以来，京东到家取得了显著的增长。在2020年前9个月，京东到家稳居中国本地零售商超O2O平台市场份额第一，从2019年的21%提升至24%。秉持“万千好物，即时可得”的发展愿景，京东到家携手合作伙伴，致力于让全国一二线及低线城市消费者均可享受即时可得的购物体验。截至2020年9月30日，京东到家已覆盖超1200个县区市，下沉市场购买力爆发成为平台一大增长极，第三季度低线城市销售同比增170%。

图表88： 京东到家营业收入



资料来源：达达公告，中信建投

图表89： 京东到家过去12个月GMV及活跃消费者数



资料来源：达达公告，中信建投

京东到家整合了大型连锁商超资源，拥有零售商自营线上平台不具备的规模化竞争力。截至2020年9月30日，京东到家已与近2/3连锁商超百强达成合作，与沃尔玛、永辉超市等头部商超全方面加深合作关系之外，也新签约欧亚、振华超市等逾20家百强及区域龙头超市，携手发力下沉市场。目前，沃尔玛在全国的所有400多家大卖场及社区门店已全面上线京东到家，成为首家实现实体门店100%“触电”京东到家的零售商超。渠道方面，京东到家与京东持续推进“物竞天择”项目合作，2020年第三季度来自物竞天择项目的销售额环比二季度增长470%。相对于单一的大型零售商，京东到家平台提供给消费者更多的商品选择，满足了消费者一站式购物的需求。除超市便利、生鲜果蔬、家居百货、医药健康等多个品类外，市场规模巨大的3C数码品类已成为京东到家新的增长点。在三四线下沉市场上，通过与达达快送深度协同，京东到家已做好基础物流搭建。另外，京东到家与多种零售企业的合作也将保障京东到家能实现快速、稳定下沉，从而实现更大的市场覆盖。

### 3、社区团购

#### 3.1 社区团购简介

社区团购，是通过整合多个社区团长微信群社群资源，形成由商家集中化管理运营的预售+团购的生鲜电商新模式。该模式 2016 年萌芽在湖南长沙，其本质是居住社区内居民团体的一种购物消费行为，是依托真实社区的一种区域化、小众化、本地化的团购形式。

社区团购主要分为后端发货以及前端自提。社区消费者在团长的引导下于拼团商城下单，总仓接到订单后按照消费者预售量和采购计划量向产业基地下进货单，这就是社区团购的“预售模式”，预售模式采取“以销定采”，能够减低生鲜储存过程中的损耗成本，减少供应链中的牛鞭效应。当总仓收到货之后，就会发往各个自提点，由消费者上门自提，或团长负责“最后一公里”配送。

轻资产+低获客成本，社区团购成最易盈利的生鲜电商模式。前置仓模式存在前期投入过高，后期流量难以维持的问题，故难以在低线城市跑通。比如以前置仓模型为代表的每日优鲜，时至今日仍没有实现整体盈利。叮咚买菜在上海的大仓到前置仓，每一单都要亏损几元。而社区团购模式可以通过团购预售模式来降低库存，减少库存的损耗，另一方面通过团长来进行低成本引流，降低获客成本。

高性价比+熟人推荐，社区团购模式在低线城市极具吸引力。社区团购模式主要通过团长在当地社区的影响力和高性价比来获得客户，这种模式尤为适用于低线城市。首先低线城市的邻里关系较高线城市更为紧密，其次客户也对本地社区的熟人（团长）信任度更高，对价格也更为敏感。社区拼团模式由于成本较低（预售模式降低损耗成本及增强上游议价能力，压低采购成本），价格显著优于平台模式和普通生鲜店，另一方面“中心仓-服务站-门店”的三级物流配送体系，可以保障商品品质与次日达的时效性。在这种背景下，社区团购模式很容易在低线城市受到欢迎，并顺利扩张。

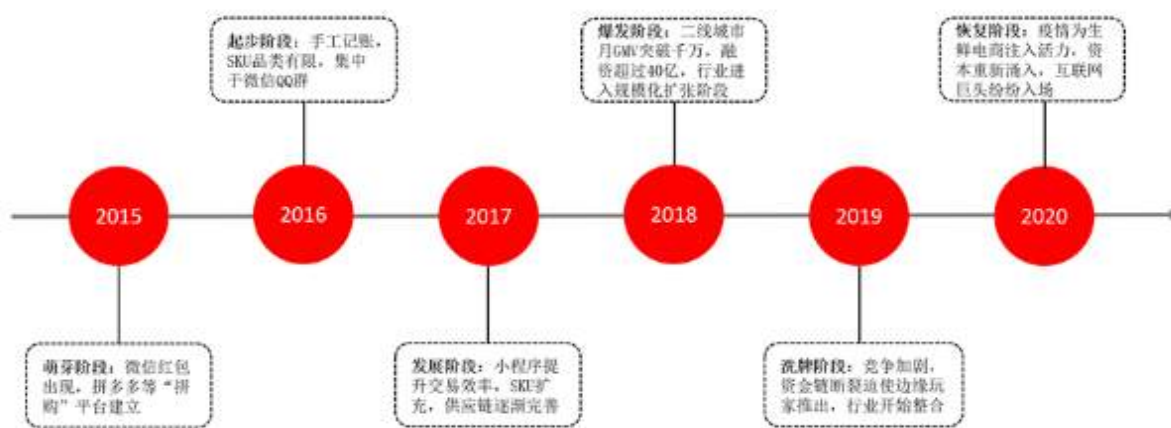
图表90： 社区团购商业模式



资料来源：微批科技，中信建投



图表91：社区团购模式发展历程



资料来源：中信建投

## 3.2 竞争格局

目前呈现出明显的区域性特点，尚无全国性龙头。当前华中、华北、华南、西南、华东、东北等地区都有较多公司入驻。运营深度上，创业公司如兴盛优选、十荟团、同程生活多已在核心区域深度下沉，电商和 O2O 公司在大部分经营区域尚处于拓展阶段。

互联网龙头相继入局，争夺下沉市场的流量入口。生鲜电商是预估千亿级规模的市场，对互联网巨头来说极具吸引力，另外也是战略版图上的重要一块，对于争夺下沉市场的流量而言具有战略性意义。美团、阿里、拼多多都从各自的战略布局出发，加入这场战役。

团长是前期获客关键，但长期来看团长作用可能会逐步被弱化，平台效应逐步树立。由于社区团购模式本就建立在社区熟人关系的紧密联结基础之上扩张，目前阶段客户往往更加信任团长超过平台。能力强的团长往往成了平台市场扩张的关键。而各个平台对优质团长的争夺也从未结束，新平台挖旧平台墙脚的现象屡见不鲜。各个平台正在采取措施，强化平台在客户心目中的品牌形象，来争取客户对平台的信任。比如兴盛优选挑选表现好的团长，帮助团长建立形象店，或者某平台派驻群运营员工进入团长的微信群内开展优惠活动，来更好地了解客户的需要，并加强平台与客户的关系联结。

供应链能力决定平台长期优势。第一，生鲜保质期短、需冷藏保鲜、易损耗、流通过程复杂的特点，使得冷链物流成为了保证生鲜产品品质的关键。第二，供应链能力出色可保证送货及时性，客户满意度更高。第三，低价对客户吸引力是极大的，然而任何平台都承受不住持续的补贴让利，只有降低自己的供应成本，才能从根本上获得价格优势，从而在竞争中占据上风。所以控制成本成了生鲜电商模式跑通的关键，而根据社区团购平台的 UE 模型，我们知道这很大程度上取决于履约成本——背后是供应链能力和仓配的管理能力的体现。目前市场上有前置仓、店仓一体化、社区拼团、门店到家、冷柜自提等多种新模式，竞争非常激烈。平台的供应链能力出色，则更容易在这场竞争中实现突围。

## 3.3 主要玩家

### 3.3.1 兴盛优选：社区团购先行者，商业模式成熟

**高效的供应链是兴盛优选的核心竞争力。**兴盛优选依托自己便利店优势、成型的经销商和物流体系，进入社区配送业务，建立“共享仓+中心仓+服务站/网格站+门店/自提点”的供应链，在自营门店和物流配送方面优势明显。账期短，零库存，物流方便，供应商只要把他的商品直接放到共享仓，兴盛优选就可以在 12 个小时内将商品从工厂匹配到店。兴盛优选采用“自控”的物流，虽然不全部是自建，但是核心环节掌握在自己手中，以保证时效。自控物流由平台自行设计物流流程，并通过充分利用社会资源来盘活和运作整套物流系统，因此资产不重，使成本低于其他玩家。

**兴盛优选的乡县下沉能力极强。**低线市场的线下零售基础设施还不够发达，基础设施不完善，物流网络很难触达。比如在湖南县域的乡间小道，兴盛优选的团长有时甚至需要背着扁担去取货，纵使巨头带着雄厚的资金攻入，其惯用的物流配送体系在短期内也很难触达。

### 3.3.2 美团优选：背靠自有流量，地推团队拓展能力强

**美团优选端口设在美团首页第一滚动栏，美团的自有流量成为前期用户推广的渠道。**美团覆盖全国超 2800 个县级城市，年交易用户数 4.57 亿，具有天然的流量优势。此外，美团依靠强大的商家管理能力，已经积累了非常多的合作伙伴，相对可以选择的货源会更加优质低价，一方面会让消费者更加信任美团带来更多的订单，另一方面也可降低成本提高毛利率。

**强地推团队、高收入、稳保障助力团长规模扩大。**美团优选地推团队大概 1000 人，均为第三方外包人员，这些有强地域属性的地推团队可以帮助美团在各地迅速开城拓地。美团优选坚守传统互联网打法，主要以地推、扫街、拜访的方式获取团长。成为美团优选团长的条件很简单，只需满足 100 人以上小区微信群（团长为群主），登记日常收发货地点（自提点），备注群名称即可，最快当天就可完成审核。

### 3.3.3 多多买菜：用户属性重合度高，农产品

**拼多多用户与社区团购用户属性重合度很高。**目前，拼多多年活跃用户为 7.313 亿，月活跃用户为 6.434 亿，覆盖大量三四线城市，且多为价格敏感型，这与社区团购的用户属性重合度很高。在布局了多多买菜的城市，打开拼多多的首页就可以收到弹窗提醒，因此每一个打开 APP 的用户都会被触达一次。多多买菜入口就放在百亿补贴下方，非常醒目。跟百亿补贴类似，多多买菜设置了“十亿来叫板”，让利消费者快速抢占市场份额。

**农产品正在成为拼多多的重要标签。**截至 2019 年底的 12 个月期间，平台农（副）产品年活跃买家数达 2.4 亿，较上年同比增长 174%，复购率超过 70%。2020 年第一季度，疫情笼罩之下，拼多多新增涉农商家达 27 万，超过 2019 年全年新增。至 2019 年底，拼多多 6.28 亿活跃用户里有 2.4 亿的人常年购买农产品。这些活跃买家，同时也是精准的社区买菜用户。

### 3.3.4 橙心优选（滴滴）：数据支撑扩张，供应链有待加强

**数据支撑成最大优势，高管团队经验丰富。**滴滴多年积累的数据，可以分析哪些城市消费水平和能力上能够支持社区团购的发展，可以为橙心优选提供足够的数据支撑。核心高管有来自于阿里、百度、腾讯等互联网

公司，也有顺丰、美菜、云集等物流行业、社区团购行业的资深高管，这保证了橙心优选有解决问题的执行力。

**供应链把控和线上运营体系有待提高。**橙心优选目前只起到在线上调度的作用，滴滴在供应链的把控方面也缺少经验，所以产品的质量很难保证，这会导致社区消费者很难对品牌产生忠诚度。再者，滴滴本身并没有完整的线上商业运营体系，后续如何去管理“团长”、做好供应链体系都是需要重新梳理和投入的。

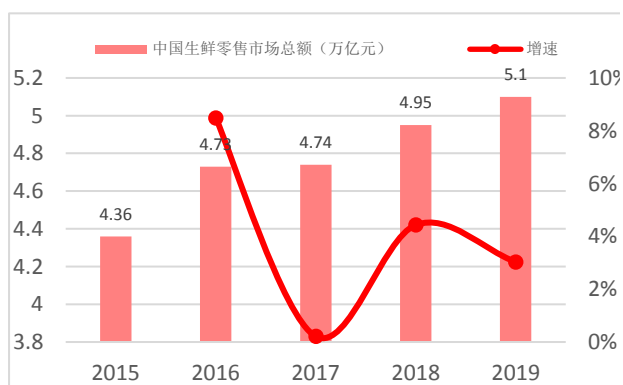
### 3.3.5 盒马优选（阿里）：供应链成熟，生鲜电商老玩家

**生鲜供应链成熟。**在生鲜电商里摸爬滚打的盒马鲜生，已经积累下来了一定的经验。盒马鲜生拥有着生鲜商品的全国布局源头基地、品类基地以及特色农产品盒马村等配套的生鲜供应链体系，是其下水社区团购的一大优势。盒马已经签约超过 1000 家的供应商，并且不断在拓展直营的产品基地，甚至有一些生鲜产品基地，完全是通过盒马所提供的商业贷款打造的，这样能保证在盒马所有平台上销售产品的稳定性。

## 4、判断展望

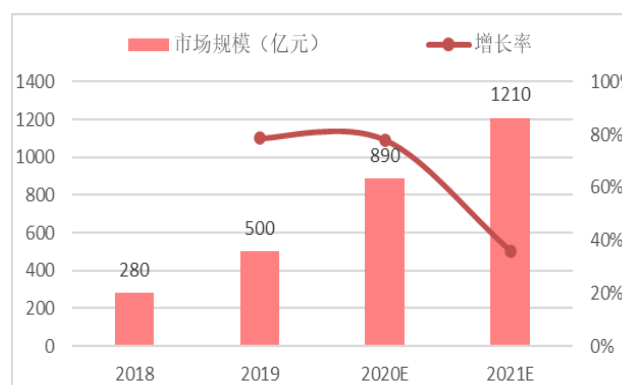
**中国社区团购市场发展空间巨大。**2019 年，中国生鲜零售市场规模达到 5.1 万亿元，过去五年平均增长率约为 4%。而中国生鲜电商 2019 年市场规模是 2796.2 亿元，增长率为 56%，线上渗透率仅 5.48%。艾瑞咨询的数据显示，疫情刺激下，2020 年社区团购市场发展迅猛，市场规模预计达到 890 亿元以上，在生鲜电商中的占比达到 21.9%。并且用户在疫情期间会养成社区团购的使用习惯，并拉拢更多周边的人使用社区团购，这样的使用习惯在疫情结束后也会一直持续，因此未来社区团购的市场规模增长十分可观，预计 2021 年可以达到 1210 亿以上。短期内社区团购与整体的生鲜电商会保持一个相对同步的速度发展，逐步提高生鲜电商在零售市场的渗透率。

图表92： 中国生鲜零售市场规模及增速



资料来源：前瞻产业研究院，中信建投

图表93： 中国社区团购市场规模及增速



资料：凯度咨询，中信建投

**社区团队依然是一场马拉松比赛，巨头长期更具竞争优势。**前期“烧钱”式扩张，资本是重要支撑。社区团购的客户群体是三四线城市的中年女性，该群体为价格敏感人群，产品价格是吸引客户的关键。类似滴滴打车、美团、饿了么等互联网生活消费平台的扩张方式，社区团购平台也采用低价补贴的方式来获取前期客户，比如拼多多发 10 亿补贴。通过持续不断的补贴来给消费者让利，吸引更多的客户，是一种“烧钱”的前期获客

方式，需要强大的资本力量作支撑。另一方面，只有在用户逐渐养成社区团购的消费习惯，并且建立了平台强大的流量之后，才有可能从低价补贴转为盈利模式。这个过程不是一蹴而就的，所以这是一场生鲜行业的马拉松，需要从长期来看待生鲜电商行业的发展。在这一竞争背景下，资本雄厚的巨头自然耐力更强。另外，互联网巨头自带的巨大平台流量和经验丰富的运营团队，也有助于社区团购这一新兴生鲜电商业务的扩张。

**社区团购区域性强，区域扩展能力决定全国市场格局。**每个地区的客户对生鲜产品的消费偏好不同，再加上社区团购模式本就是基于社区内团长的影响力来进行获客，所以社区团购模式具有极强的区域性特征。这一特征使得，以区域为基础单位的区域扩展能力是平台能否在全国进一步扩张的关键。首先，区域扩展能力强劲的平台更容易在竞争中取胜，并且进一步实现全国性的扩张。最终全国市场格局有可能呈现为几大区域扩展能力强的平台依托各自强势区域并存的形态。其次，如果各平台的区域扩展能力不足以支撑全国性的扩张，那么全国市场格局更可能呈现为区域割据的形态，由各本土强势平台或占据强势区域的背靠巨头的平台构成。总之，区域扩展能力将成为未来全国市场格局形成的关键因素。

## 五、进击的数字化，迎接产业互联网的黄金十年

### 1、产业互联网为云计算发展提供新机遇

**产业互联网为云计算发展提供新机遇。**互联网的下半场属于产业互联网，互联网将全面渗透到产业价值链，并对其生产、交易、融资、流通等环节进行改造升级，形成极其丰富的全新场景，极大提高资源配置效率。云计算是产业互联网的水和电，是构建产业互联网，实现新型数字生态的基础要素，借助云可以降低公共服务的成本，按需提供资源替代事先估计，使得用户、企业和政府能够更低成本高效率地互联、沟通和合作。

图表94： 现阶段中国产业互联网相关要素

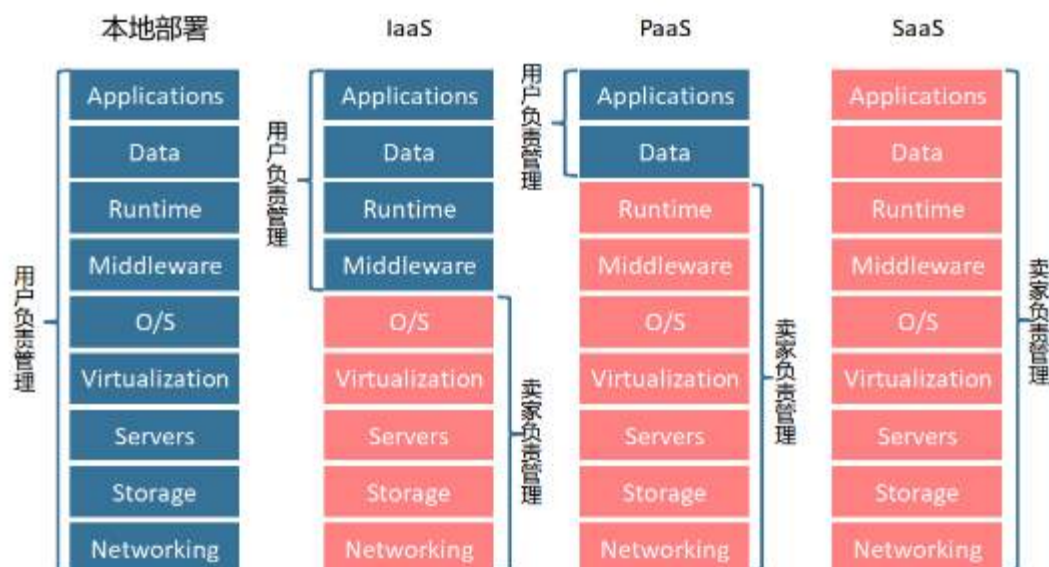


资料来源：中信建投

云计算可以分为三种服务模式：软件即服务（SaaS）、平台即服务（PaaS）、基础设施即服务（IaaS）。SaaS 服务模式，消费者使用应用程序，但不掌握操作系统、硬件或者网络基础架构。PaaS 服务模式下消费者使用主机操作应用程序，但并不掌控操作系统、硬件或运作的网络基础架构。IaaS 服务模式下消费者掌控操作系统、存储空间、已部署的应用程序及网络组件（如防火墙、负载均衡器等），但并不掌控云基础架构。



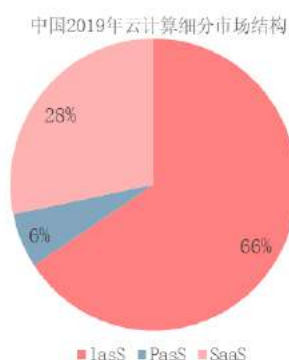
图表95： 云计算的三种服务模式：SaaS、PaaS、IaaS



资料来源：中信建投

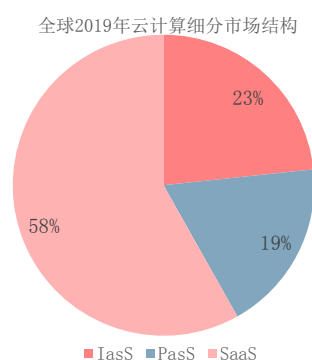
海外 SaaS 市场占主导，国内 IaaS 市场占主导。中国云计算市场中 IaaS 占比高达 66%，SaaS 占比为 28%，而全球云计算市场中 SaaS 占比高达 58%，IaaS 占比仅为 23%。这种结构的差异是因为不管国内还是海外的云计算市场，都经历了先 IaaS 层级后 SaaS 层级的过程，由于中国云计算发展滞后于海外，正处在从 IaaS 市场基本成熟向 SaaS 市场高速发展的过渡阶段，所以当前依然是 IaaS 市场占比较高，而海外 SaaS 市场经过多年发展，当前已经占据云计算市场的最大比例。

图表96： 中国云计算市场中 IaaS 占主导



资料来源：中国信通院，中信建投

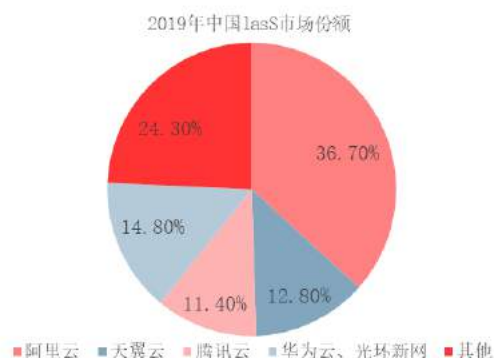
图表97： 全球云计算市场中 SaaS 占主导



资料来源：Gartner，中信建投

**IaaS 市场是巨头的游戏。**IaaS 市场具有高投入、高规模效益、高同质化等特点，市场参与者较少，行业集中度较高，主要由巨头主导，具有较高的市场壁垒。从全球范围看，IaaS 龙头 AWS 的市占率高达 45%，行业 CR3 高达 72%，国内 IaaS 龙头阿里云的市占率高达 37%，行业 CR3 高达 61%。

图表98： 中国 IaaS 市场中阿里云市占率超过 35%



资料来源：中国信通院，中信建投

图表99： 全球 IaaS 市场中 AWS 市占率达 45%



资料来源：Gartner，中信建投

AWS（Amazon Web Services）是亚马逊公司于 2006 年推出的云计算服务平台，意味着“云计算”时代正式开启。从云计算的发展历程看，在谷歌、微软等竞争对手进入云计算领域之前，AWS 已经初具规模，抢占市场先机。截至目前，AWS 占据全球云计算 IaaS 最大市场份额，已经连续 9 年被评为 Gartner 基础设施即服务（IaaS）魔力象限中的领导者，是毋庸置疑的全球云服务产业领导者。AWS 为全球 190 多个国家和地区的客户 提供整套云基础设施服务和云解决方案，能提供超过 175 项功能齐全的服务，并且还在不断更新拓展，其中包括计算、存储、数据库、分析、联网、移动产品、开发人员工具、管理工具、物联网、安全性和企业级应用程序；主要产品包括亚马逊弹性计算网云（EC2）、亚马逊简单存储服务（S3）、亚马逊简单数据库（SimpleDB）等。作为云计算市场的霸主，AWS 在全球的基础设施建设方面高速发展，AWS 现在于全球 23 个地理区域内运营着 73 个可用区，远超其竞争对手，为产品性能及质量提供强有力的保障。从产品架构来看，AWS 基础架构也是现在可用的最灵活和安全的云计算环境之一。因此从各个方面来看 AWS 较其竞争对手都有显著的优势，预计未来将继续稳固行业龙头地位。

图表100： AWS 产品矩阵



资料来源：AWS，中信建投

阿里云创立于 2009 年，是全球领先的云计算及人工智能科技公司，为全球数十亿用户提供可靠的云计算支持，根据 Gartner 以及 IDC 统计，阿里云市场份额位居全球第三，在亚太区以及中国的云计算市场份额均位居第一。阿里云为全球客户提供了一整套云服务，包括弹性计算、数据库、存储、网络虚拟化服务、大规模计算、安全、管理和应用服务、大数据分析、机器学习平台和物联网服务。阿里云与国内同行的区别在于，阿里云大数据分析平台支持的专有安全和中间件产品、大规模计算服务和分析功能。这些产品不仅使客户能够在不必进行内部工作的情况下快速在线构建 IT 基础设施服务，而且还可为他们配备领先的大数据分析功能，通过高效处理数亿数据维度的复杂计算任务，提供了深刻的数据洞察力。

2017 年 1 月阿里云成为奥运会全球指定云服务商，2018 年 OBS cloud 正式推出，2019 年阿里巴巴的核心系统迁移到阿里云。2020 年 9 月 17 日的云栖大会上，阿里巴巴宣布阿里云已经进入 2.0 时代。阿里云 1.0 是基于飞天大数据平台，飞天平台起源于 2019 年，承载了阿里 99% 的数据业务建设，它由八个引擎平台和一个操作系统组成。阿里云 2.0 是在原有飞天云平台基础上增加了数字原生操作系统，将代码指令的 DOS 系统升级为具有图形界面的 Windows 系统，简化了人与云计算机的交互方式，从而将阿里云平台的受众从专业人士提升到任何企业组织，让任何企业和个人不需要看懂代码，就能具备云化、数据化、智能化、移动化、IOT 的能力。

图表101： 阿里云的架构及布局



资料来源：阿里巴巴官网，中信建投

腾讯云践行产业互联网战略，为客户提供一站式数字化解决方案。腾讯云的高速成长主要由 C2B 产业互联网带来的行业数字化需求驱动，腾讯云背靠腾讯泛文娱生态，互联网用户（游戏、影音）、金融、线下零售等驱动腾讯云快速增长。组织架构层面，腾讯成立云与智慧产业事业群（CSIG），以腾讯云为核心，聚合腾讯 2B 业务，纵向整合垂直领域，横向打通基础能力，进一步强化腾讯云对外输出的能力。产品布局方面，腾讯云不断夯实 IaaS 能力，2019 年 IaaS 全球市场份额较 2018 年上升一名，排名全球第五；持续增强垂直领域的 PaaS 能力，提供数据平台、AI 平台、即时通信等相关的 PaaS 产品；推出企业微信、腾讯会议等 SaaS 产品，形成了完整的云计算产品体系，实现从 IaaS 到 SaaS 的协同。运营策略方面，腾讯云面向丰富的垂直场景，大力扩展金融、政府及泛娱乐产业客户。目前，腾讯云已经有超过 50 万上云客户，6000 多生态合作伙伴，行业解决方案超过 90 种，在政务、医疗、工业、零售、交通、金融等领域都创造了大批数字化转型成功的案例，合作伙伴收入同比增长达到 300%。

2020 年 4 月，腾讯云宣布成立“星海实验室”，聚焦于计算、存储、网络全线服务器硬件产品研发和前瞻性服务器研究，是腾讯云面向产业互联网加速技术自研的重要战略。5 月，腾讯云宣布与金蝶达成战略合作。6 月，宣布在云开发整体框架中推出“云应用”，帮助开发者在享受 Serverless 便捷性的同时提升整体开发效率。8 月，宣布其在国内率先全面构筑了覆盖“云-边-网-端”全链路的 5G 产品矩阵。10 月，腾讯 SaaS 加速器二期入选名单正式公布，入选 40 家企业覆盖零售、医疗、金融、教育、工业、地产等 13 个领域，总估值超 700 亿。

图表102： 腾讯云的构架及布局



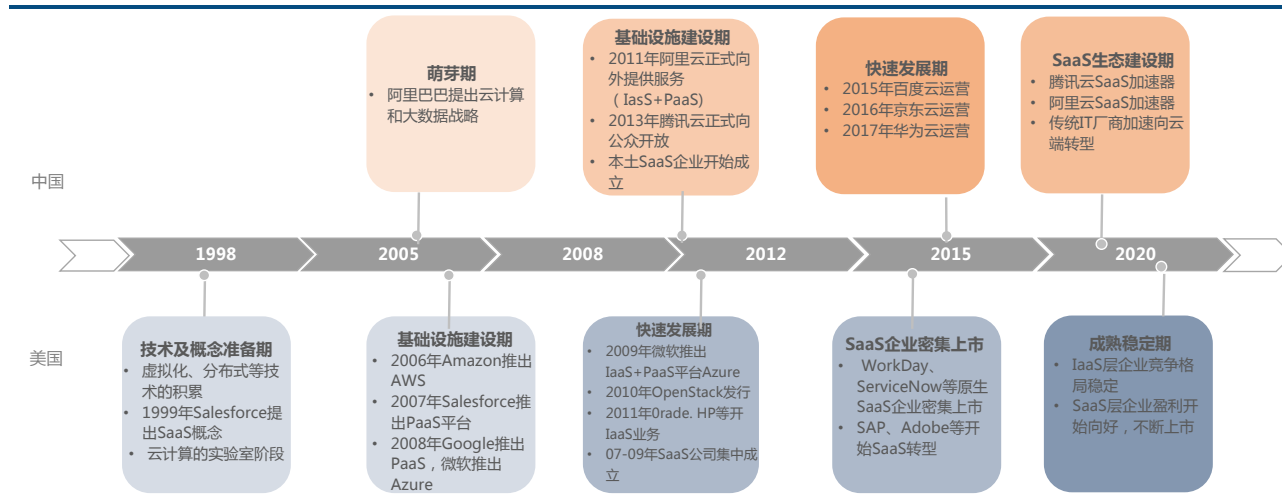
资料来源：腾讯云，中信建投

## 2、SaaS 行业是未来云计算发展的黄金赛道

**IaaS 产业成熟为 SaaS 发展奠定深厚基础。**当前中国 IaaS 产业发展基本成熟，已经孕育出阿里云、腾讯云等跻身世界 Top5 的行业巨头，但 SaaS 行业发展和海外还有至少 5 年以上差距。一方面，国内的 SaaS 行业竞争格局比海外更加分散，市场集中度较低；另一方面，美国 SaaS 行业已基本进入成熟稳定阶段，企业盈利能力向好，商业模式不断得到验证，近年来已经培育出一批千亿美元市值的 SaaS 行业巨头，而国内 SaaS 行业的资产证券化率水平仍较低，龙头市值规模也显著低于美股。参照美国云计算发展规律，基础设施层级的成熟是软件应用层级繁荣发展的先决条件，未来我国 SaaS 行业也有望进入高速发展阶段，行业集中度、企业盈利能力和资产证券化率水平皆有望提升。



图表103： 中国云计算落后美国 5 年以上，当前国内 IaaS 发展基本成熟，SaaS 进入快速增长阶段



资料来源：中信建投

图表104： 中国 SaaS 市场的竞争格局仍较为分散



资料来源：IDC，中信建投

图表105： 2019 年全球 SaaS 市场 CR5 约为 26%



资料来源：IDC，中信建投

图表106： 美股已培育出一批千亿美元市值的 SaaS 龙头，但 A 港股仍未有如此大规模的 SaaS 巨头出现

代码	简称	所属领域	市值 (亿美元)	代码	简称	所属领域	市值 (人民币亿元)
CRM.N	Salesforce	客户运营	2,274	600588.SH	用友	ERP	1,569
ZM.O	Zoom	视频通信	1,135	688111.SH	金山办公	协同办公	1,394
SHOP.N	Shopify	零售电商	1,070	002410.SZ	广联达	建筑	829
NOW.N	ServiceNow	ITSM	980	0268.HK	金蝶国际	ERP	803
SQ.N	Square	金融	808	0909.HK	明源云	地产	618
WDAY.O	WorkDay	HRM	533	8083.HK	有赞	零售电商	264
TWLO.N	Twilio	视频通信	420	2013.HK	微盟	零售电商	216
VEEV.N	Veeva Systems	医疗	399	835990.OC	随锐科技	协同办公	211

请参阅最后一页的重要声明



DOCU.O	DocuSign	电子签名	385	603039.SH	泛微网络	协同办公	211
DDOG.O	Datadog	数据分析	263	688365.SH	光云科技	零售电商	145
COUP.O	Coupa	采购与供应链	199	002467.SZ	263（二六三）	视频通信	92

资料来源：Wind，中信建投

**外部政策呵护 SaaS 产业前行。**十三五期间，国家各部门出台多项政策支持云计算发展，推动企业上云，促进企业增加对 SaaS 产品服务的需求。2020 年，利好政策继续加码，在前期企业上云的工作基础上，国家各部委鼓励云计算与大数据、人工智能、5G 等新兴技术融合，实现企业信息系统构架和运营管理模式的数字化转型，传达的思想从鼓励企业高效上云到引导企业合理用云，关注点从广度延伸到深度和长度，将上云转化成企业发展新动能，推动云计算成为“新基建”投资重要内容。

**图表107：近年来我国出台多个政策推动云计算发展**

时间	政策	云计算相关内容
2015.11	工信部发布《云计算综合标准化体系建设指南》	提出了由“云基础”、“云资源”、“云服务”和“云安全”4 个部分组成的云计算综合标准化体系框架和有效解决应用和数据迁移、服务质量保证、供应商绑定、信息安全和隐私保护等问题的 29 个标准研制方向。
2017.4	工信部发布《云计算发展三年行动计划（2017-2019 年）》	以工业云、政务云等重点行业领域应用为切入点，带动产业快速发展。推动云计算的普及推广与深入应用。发展目标：到 2019 年，我国云计算产业规模达到 4300 亿元，发布云计算相关标准超过 20 项，涌现 2-3 家在全球云计算市场中具有较大份额的领军企业。
2017.11	国务院发布《关于深化“互联网+先进制造业”发展工业互联网的指导意见》	推动地方政府通过财税支持、政府购买服务等方式，鼓励中小企业业务系统向云端迁移。发展目标：到 2020 年支持建设一批跨行业、跨领域的国家级平台，培育 30 万个以上的工业 APP 即工业应用程序，推动 30 万家企业应用工业互联网平台；到 2025 年，形成 3-5 家具有国际竞争力的工业互联网平台，实现百万工业 APP 培育以及百万企业上云。
2018.8	工信部联合发改委发布《扩大和升级信息消费三年行动计划（2018-2020 年）》	组织开展“企业上云”行动，目标：到 2020 年形成 100 个企业上云典型应用案例。同时推进新型智慧城市建设、发布信息技术服务标准、建立“双创”平台等措施，提升信息技术服务能力。
2018.8	工信部发布《推动企业上云实施指南（2018-2020 年）》	目标：到 2020 年全国新增上云企业 100 万家，实现云计算在企业生产、经营、管理中的应用广泛普及。鼓励软件和信息技术服务企业以企业上云为契机，加快面向云计算转型，丰富云计算产品服务，积极发展各类 SaaS 服务。
2019.7	国家互联网信息办公室、发改委、工信部及财政部联合发布《云计算服务安全评估办法》	云计算服务安全评估重点评估云服务商征信、经营状况、人员背景及稳定性、业务连续性、供应链安全情况、安全管理能力及云平台安全防护情况、客户迁移数据的可行性和便捷性等。云计算服务安全评估结果有效期 3 年；有效期届满需要延续保持评估结果的云服务商应在届满前至少 6 个月向办公室申请复评；有效期内实控人或控股权发生变化的云服务商应重新申请安全评估。
2020.3	工信部发布《中小企业数字化赋能专项行动方案》	支持中小企业运用线上办公、财务管理、智能通讯、远程协作、视频会议、协同开发等产品和解决方案，鼓励数字化服务商在疫情防控期间向中小企业减免使用费，支持数字化服务商打造智能办公平台，推出虚拟云桌面、超高清视频、全息投影视频等解决方案；支持中小企业设备上云和业务系统向云端迁移，鼓励数字化服务商向中小企业和创业团队开放平台接口、数据、计算能力等数字化资源，提升中小企业二次开发

能力。

2020.4 发改委联合中央网信办发布《关于推进“上云用数赋智”行动培育新经济发展实施方案》

在企业“上云”等工作基础上，促进推进企业数字化转型，构建数字化产业链，培育数字化生态。加大对共性开发平台、开源社区、共性解决方案、基础软硬件支持力度，鼓励相关代码、标准、平台开源发展。深化数字化转型服务，推动云服务基础上的轻重资产分离合作。引导云服务拓展至生产制造领域和中小微企业。鼓励平台企业创新“轻量应用”“微服务”，对中小微企业开展低成本、低门槛、快部署服务。鼓励试验区联合金融机构，探索根据云服务使用量、智能化设备和数字化改造的投入，认定为可抵押资产和研发投入，对经营稳定、信誉良好的中小微企业提供低息或贴息贷款，鼓励探索税收减免和返还措施。

2020.7 发改委等 13 部委联合发布《关于支持新业态新模式健康发展激活消费市场带动扩大就业的意见》

深入推进各行业各领域数字化转型，着力提升数字化转型公共服务能力和平台“赋能”水平，推进普惠性“上云用数赋智”服务，增强转型能力供给，促进企业联动转型、跨界合作，培育数字化新生态，提高转型效益。大力发展融合化在线教育，积极发展互联网医疗，鼓励发展便捷化线上办公。大力发展众包、云外包、平台分包等新模式。鼓励公有云资源共享，引导企业将生产流程等向云上迁移，提高云资源利用率。依托互联网、云计算等技术，盘活空余云平台、开发工具、车间厂房等闲置资源，充分发挥市场在资源配置中的决定性作用。

资料来源：工信部，发改委等，中信建投

**企业内生需求旺盛，拉动 SaaS 产业发展。**一方面，云计算降本增效显著，根据中国信通院统计，95%的企业认为使用云计算可以降低企业 IT 成本，其中超过 10%的用户成本节省在一半以上，另外有超四成的企业表示使用云计算提升了 IT 运行效率。另一方面，SaaS 服务聚焦解决企业业务发展痛点环节，例如企业用户需要内部管理软件实现办公自动化和协同化，提升企业效率，这类软件具有一定的行业通用性，但企业实际管理制度和流程存在差异，因此 SaaS 服务商的普遍关注点在于如何根据企业实际管理制度和流程进行灵活调整，以降低 SaaS 服务部署的时间和人力成本，而对于金融、地产、政务等业务属性较强的垂直领域，SaaS 服务商会提供更具有行业针对性的解决方案。

图表108：企业使用云计算降低的 IT 成本



资料来源：中国信通院，中信建投

图表109：企业使用云计算带来的效果



资料来源：中国信通院，中信建投

**新冠疫情加速市场教育，提高行业留存率。**一方面，疫情导致企业降本增效的需求增加，进而催生了许多企业对 SaaS 产品服务的内生需求。另一方面，疫情使得许多企业的传统运营模式受到影响，进而开始寻求新的

业务模式，催生了许多 SaaS 产品服务的新应用场景，许多传统场景的用户规模亦显著提升，例如电商网购、在线教育、视频会议、在线协同办公等等。并且在疫情好转过后，虽然许多 SaaS 产品的用户数有所回落，但仍显著高于疫情前水平，表明许多用户在疫情期间形成了对部分 SaaS 产品服务的使用习惯，疫情加速了 SaaS 行业的市场教育。

图表110： 疫情成为 SaaS 行业的加速器



资料来源：艾瑞咨询，中信建投

图表111： 疫情加速了 SaaS 市场教育（万台）



资料来源：mUsertracker，中信建投

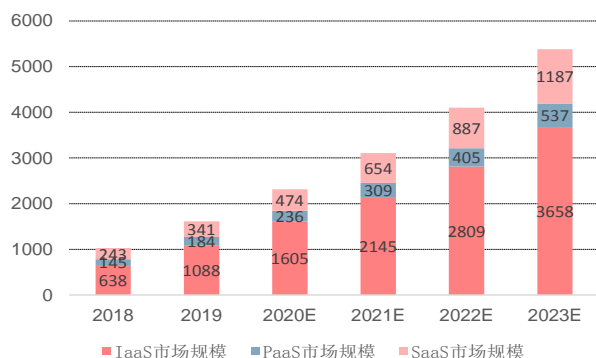
图表112： 疫情过后钉钉获得了显著的客户留存



资料来源：mUsertracker，中信建投

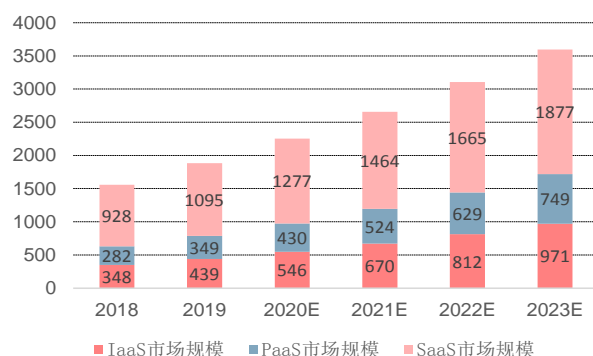
行业增长空间广阔，预计未来 3 年国内 SaaS 市场 CAGR 高达 35%。根据 Gartner 预测，2020-2023 年我国 IaaS、PaaS 和 SaaS 的 CAGR 分别为 31%、31%和 35%，SaaS 行业是未来我国云计算发展的黄金赛道，并且参照海外经验，未来我国 SaaS 行业规模有望超过 IaaS，行业增长空间广阔。

图表113： 中国云计算市场规模（亿元）



资料来源：Gartner，中国信通院，中信建投

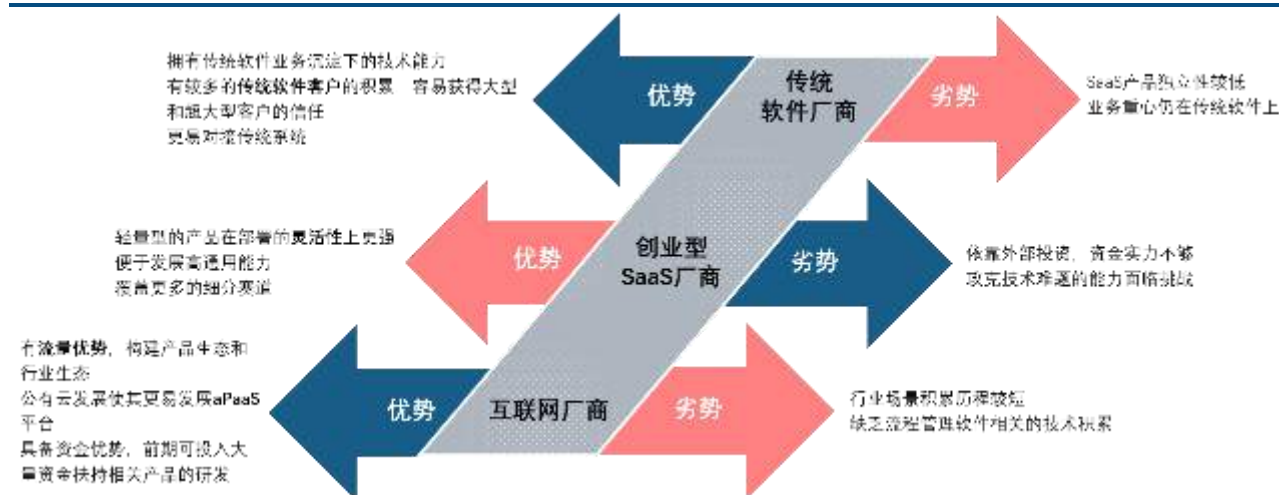
图表114： 全球云计算市场规模（亿美元）



资料来源：Gartner，中国信通院，中信建投

目前国内 SaaS 行业主要参与者有三类，分别是传统软件厂商、初创 SaaS 企业和互联网巨头。传统软件商转云是近年来的一个大趋势，比较典型的公司有金蝶、用友、明源云等，这类企业的优点在于有比较强的研发能力以及广泛的客户基础，缺点是在转云过程的相当长时间内，传统业务如 ERP 等仍然是公司的主导业务，SaaS 产品的独立性较低。创业型 SaaS 厂商多在垂直细分领域赛道，对行业有独到的见解，但往往在研发实力和客户基础上弱于转云传统软件服务商。互联网巨头往往基于 IaaS 业务和 aPaaS 平台进军 SaaS 领域，拥有庞大的生态系统和流量优势，但是在软件管理领域的技术积累弱于传统软件厂商，对行业场景的理解弱于细分领域赛道的初创型 SaaS 厂商。

图表115： 市场参与者的优势与劣势



资料来源：中信建投

从下游客户的广度看，SaaS 厂商可分为通用型（Horizontal）和垂直型（Vertical）。前者面向的下游客户广泛且跨行业，而后的下游客户只针对具体垂直领域。通用型 SaaS 厂商一般规模较大，进入壁垒较高，常见的应用领域有 ERP、CRM 等，行业增长前景好于传统软件公司，国内比较典型的上市公司有金蝶和用友。垂直型 SaaS 厂商聚焦细分赛道，多对行业有较为深刻的理解，以初创型企业居多，常见的应用领域有零售电商、医疗、物流、餐饮、地产等等，相比通用型 SaaS 厂商有更好的增长前景，更受资本市场青睐，国内比较典型的上市公司有微盟（电商）、有赞（电商）、光云科技（电商）、明源云（地产）、广联达（建筑）、金山办公（办公）。

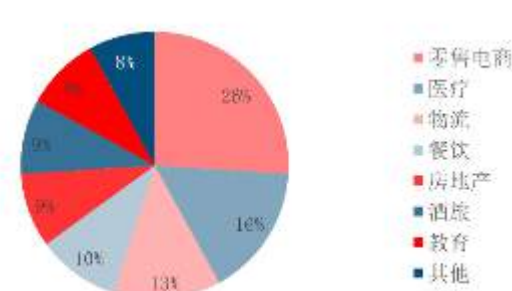


图表116：垂直型和通用型 SaaS 厂商的区别



资料来源：Allied Advisers，中信建投

图表117：目前国内 SaaS 应用最多的领域是电商零售



资料来源：艾瑞咨询，中信建投

近年来社交电商逐步兴起，电商 SaaS 率先实现突围。当前微信活跃账户数超过 11 亿，接近中国移动互联网总设备数，而微信小程序的推出，实现了支付、社交以及各类线上线下应用场景的连接，构建了生态闭环。截至 2019 年，微信小程序数量超过 300 万，日活跃用户达到 3.3 亿，2019 年微信小程序交易达到 8000 亿元，同比增长 160%，其中增速最快的是电商类，根据 2019 年即速应用小程序 TOP100 商户分布和交易额分布的数据，电商类占比均是最高。随着微信小程序的数量增长以及社交电商的火爆，线下零售店铺和中小网店商家在微信中自建小程序或 H5 店铺的需求也越来越大，而 SaaS 具备部署简单、费用低廉、更新迅速等优点，因此成为了中小企业的绝佳选择。在国内 SaaS 的众多赛道中，社交电商具有高频、靠近 C 端、数字化程度不高等特点，可以通过数字化升级提高运营效率和拉新效率，因而在 SaaS 众多赛道中实现率先突围，成为目前国内 SaaS 垂直领域中占比最高的市场。在这一轮社交电商爆发的浪潮中，电商 SaaS 龙头微盟和有赞背靠腾讯生态也得到快速发展。

微盟是中国领军的小企业云端商业及营销解决方案提供商，同时也是中国领军的腾讯社交网络服务平台中小企业精准营销服务提供商。公司的收入为“SaaS 产品+精准营销”二元结构，SaaS 业务主要是基于 Web 等形式向用户提供订阅式的软件的服务，精准营销服务指的是公司借助大数据、智能算法等技术通过微信朋友圈、公众号、QQ 空间、腾讯新闻等腾讯系平台向广告主提供一站式精准营销投放服务。除腾讯系之外，公司也同时入驻抖音、百度、知乎平台，以效果类广告为主。近年来公司 SaaS 产品的单用户平均收入平稳增长，流失率逐渐降低，LTV/CAC 呈上升趋势，SaaS 业务稳步发展。精准营销业务更类似于 SaaS 业务的增值服务，微盟通过 SaaS 业务积累了 7 万多付费商家，这些 SaaS 业务中的商家本身就有营销的需求。此外广告投放需要对用户画像有比较准确地分析，微盟通过大数据帮助商家分析客户画像，进而更加准确地向广点通等平台购买广告，实现更精准的营销，所以精准营销的用户有很大一部分是从 SaaS 业务导流过来的。



图表118： 微盟业务结构



资料来源：公司官网，中信建投

中国有赞成立于2012年11月，是腾讯生态内领先的中小企业SaaS服务提供商，目前已成为私域电商SaaS龙头之一。有赞诞生的初期定位仅仅是CRM，旨在帮助淘宝商家管理微信中获得的客户，并不接触交易，在2013年淘宝封杀微信之后，微信生态的社交电商们急需一个独立于淘宝的新的交易系统，有赞顺势推出了基于微信的交易系统，并就此开启了社交电商新时代。

在社交电商新时代的背景下，有赞能为商家经营移动社交电商和全渠道新零售提供丰富的SaaS产品与服务。公司的业务分为SaaS服务、PaaS云服务、支付业务3块。其中SaaS服务包括有赞微商城、有赞零售、有赞美业、有赞教育、有赞小程序。PaaS云服务则是面向第三方开发者的“有赞云”，有赞云作为SaaS业务的补充，通过构建应用市场提供海量个性化解决方案，目前有赞云已引入超过10万个开发者，覆盖了有赞60%商家。支付业务部分，有赞通过之前的创新支付获得支付牌照，可独立开展第三方支付业务。

有赞SaaS服务包括电商SaaS以及零售SaaS。有赞微商城为电商SaaS核心业务，提供完整的线上开店、客户管理、营销推广以及经营分析工具，是有赞的主要收入来源。零售SaaS针对线下门店需求，提供进销库管理、扫码支付、场景营销等服务，零售SaaS目前正在市场拓展中，已经拓展了日食记、小阿华、周村烧饼、瑞莲女装等客户。

从有赞客户方面来看，可大致分为四类：传统电商平台商家、自媒体商家、品牌商家、区域周边商家。传统电商平台商家特点是本身即具备客源和供货渠道，希望通过有赞降低成本；自媒体商家自带流量但不具备稳定货源，可通过有赞进行选货；品牌商家主要是利用社交网络进行获客裂变；区域周边店通常已有线下门店，通过搭配有赞将线上客户导流线下，已有客户导流线上直接复购，提升运营效率。

图表119：有赞产品矩阵



资料来源：有赞，中信建投

光云科技成立于2013年，公司和阿里巴巴关系比较紧密，2014-2017年间，公司深耕阿里生态，多次获得淘宝官方淘拍档奖项，成为阿里平台内头部的电商SaaS提供商。目前公司的主营业务分为四块：电商SaaS产品、配套硬件、运营服务以及CRM短信，收入主要来自电商SaaS产品，占比超过60%。近年来，公司的产品矩阵不断完善，先后推出了超级店长、快递助手、旺店交易、超级快车等产品，还为大型电商商家开发了快麦ERP、快麦设计等产品，其中超级店长和快递助手为其核心产品。

光云科技的业务不局限于阿里巴巴平台，也一直在进行跨平台的战略推进。2017年11月公司入驻饿了么，2018年公司先后与1688、拼多多、苏宁、蘑菇街、钉钉达成合作。光云科技目前的客户主要是发展型和初创型商家，品牌型商家、成熟型商家、发展型商家、初创型商家的需求有明显差异，品牌型商家和成熟型商家需要的产品更复杂，为了获得更多品牌型、成熟型商家，光云科技推出了快麦ERP、快麦设计等品牌型、成熟型商家需要的产品。快麦ERP可以跨平台管理，可以对接淘宝、京东、拼多多、唯品会等，一个后台实现跨平台订单管理。

图表120：光云科技业务结构



资料来源：公司官网，中信建投

欧美电商市场偏低的渗透率、相对分散的竞争格局、落后的电商基础设施和日益增加的中小商户多渠道经营需求等因素驱动电商 SaaS 平台崛起，Shopify 作为 SaaS 平台的先驱者，逐步成长为全球电商云服务解决方案提供商龙头。Shopify 成立于 2004 年，2015 年于纽交所上市，2017 年与北美第一电商平台 Amazon 达成合作。如今公司商户规模突破 100 万，平台 GMV 跻身北美电商市场 TOP2。

公司以 Shopify 平台为核心，主要面向以中小型为主的企业客户和个人用户，为他们提供电商建站、多渠道销售、库存管理、客户管理和数据分析等订阅服务。其中销售渠道覆盖网络和移动店面、实体零售店、社交媒体店面和市场商超等。客户同时也可选择支付、物流、仓储、金融等增值服务来提升经营效率。Shopify 通过 SaaS 软件订阅、平台 GMV 分成、增值服务提供等方式实现收入获取。公司的竞争优势在于，其与 Amazon、Facebook、Twitter 等 20 多个社交、电商渠道达成合作，通过新业务、合作和收购在支付、物流、金融、运营管理等领域持续投入，不断丰富平台功能板块，平台生态体系已逐渐成型；同时多领域先发优势持续转化为公司品牌及技术优势。多重优势结合不断加深公司的护城河，继续巩固公司在行业中的龙头地位。

**图表121： Shopify 产品结构**



资料来源：Shopify，中信建投

### 3、产业数字化的机会，以房地产行业为例

在前数字化时代，很多行业从生产制造到销售无法脱离高成本的传统方法，特别是营销和交易上缺乏平台化的运行模式以及足够高密度的数据以及高效率的数据分析能力，导致销售费用和交易摩擦高企，并且很多投入囿于地域和时间上的限制无法充分发挥其作用，导致效率降低，造成损失。

以房地产行业为例，传统房地产开发商在某地开发楼盘，通过广告、传单等方式揽客，引导潜在客户前往售楼处进一步了解，再获得成交机会。在楼盘销售完成之后，销售成本所带来的效用以及交易产生的数据的价值趋于归零。在这种模式下，房地产开发商对于市场的打通成本高昂，交易摩擦大，而这些费用也部分地转化为房价增加购房者购房压力，同时也降低交易效率。同样，房地产交易业务上，传统模式中中介门店一般情況下立足于附近区域培养自身客户和房屋资源，然后独立地完成交易。这种模式下对于售房者而言潜在客户群体有限，对于购房者而言房源数量也有限，在供给端和需求端都存在提升的空间，同时小规模运营也使得行业服务的标准化较差，降低了交易中介的附加值，限制了整个行业的发展。

中国产业数字化增长势头强劲，自 2016 年以来，中国产业数字化复合增长率为 18%，2019 年规模已达 29 万亿元，乘着数字化的东风，很多行业在数据获取和应用、渠道、平台化等方面收获了巨大利益。我国房地产行业总量巨大，但数字化渗透率仅有 0.1%，不仅远低于美国市场的 1.55%，还远低于国内银行、医疗保健等其他产业。数字化转型是未来房地产企业重塑增长的强大助力，地产行业中的弊端有望迎来转机，我们具体房地产行业两个重要的部分开发商售房与房屋交易中介，分别选择两家上市公司明源云与贝壳进行分析。

图表122: 2016-2019 年中国产业数字化规模及增速(万亿元)



资料来源：中国信通院，中信建投



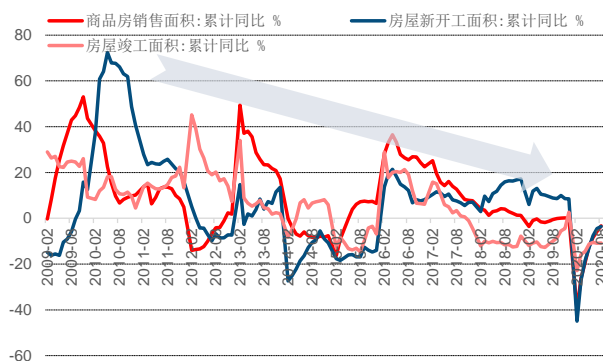
资料来源：中信建投

明源云是中国房地产开发商最大的软件解决方案提供商。公司主营业务包括 ERP 解决方案和 SaaS 产品，ERP 解决方案包括销售及营销、采购、成本管理、项目管理等模块，SaaS 产品包括云客、云链、云采购及云空间。截至 2019 年，公司已服务约 4000 名付费终端集团客户，公司的整体市占率为 18.5%，其中 ERP 市占率 16.6%，SaaS 市占率 23.3%。

过去我国地产行业对数字化运营管理的要求不高，这与行业发展阶段有关，在过去行业高速发展阶段，地产行业属于高可变成本、低固定成本行业，土地购置费、建安成本等可变成本占比较高，较难形成规模效应，因此地产开发商的经营重点在于拿地扩张而非构建数据化体系以实现精细化管理。随着中国进入后工业化时代，城镇化增速逐步放缓，近年来中国地产行业总量仍在增长，增速虽仍在周期性波动，但整体增速中枢已呈下行趋势。参考西方发达国家的发展经验，中国城镇化率仍有 20%左右的上升空间，房地产行业仍将保持周期性增长，但长远看行业正逐步由高速增长的增量时代向低增长的存量时代转变。与此同时，近年来国家对房住不炒的定位对行业影响深远，虽然在中国居民大类资产配置中房地产仍占据最大比例，但近年来房价上涨预期已显著减弱。与房价大体稳定相矛盾的是，近年来地产开发商的材料、人工等可变成本在显著上升，行业成本管控的内生需求逐步增强。此外，随着地产行业增量时代进入中后期，许多大中型开发商的项目数量非常庞大，而行业当前的数据统计方式还较为原始，各个项目间的数据传递也并不通畅，容易形成数据孤岛，影响客户关系管理、资源对接和经营效率。在成本管控和效率提升等行业内生需求下，未来行业对精细化管理的要求将越来越高，而这背后必然伴随着更高的数字化投入。

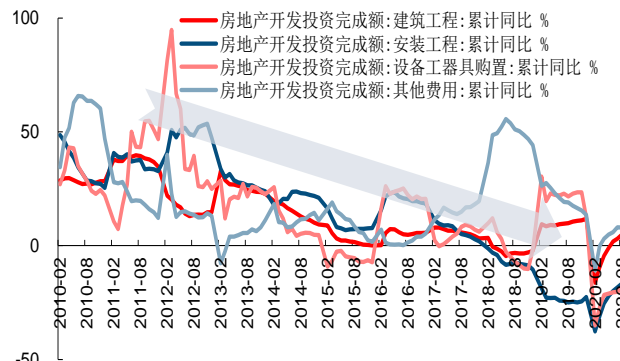


图表124：近年来主要地产中观指标增速中枢下移



资料来源: Wind, 中信建投

图表125：近年来主要地产投资指标增速中枢下移

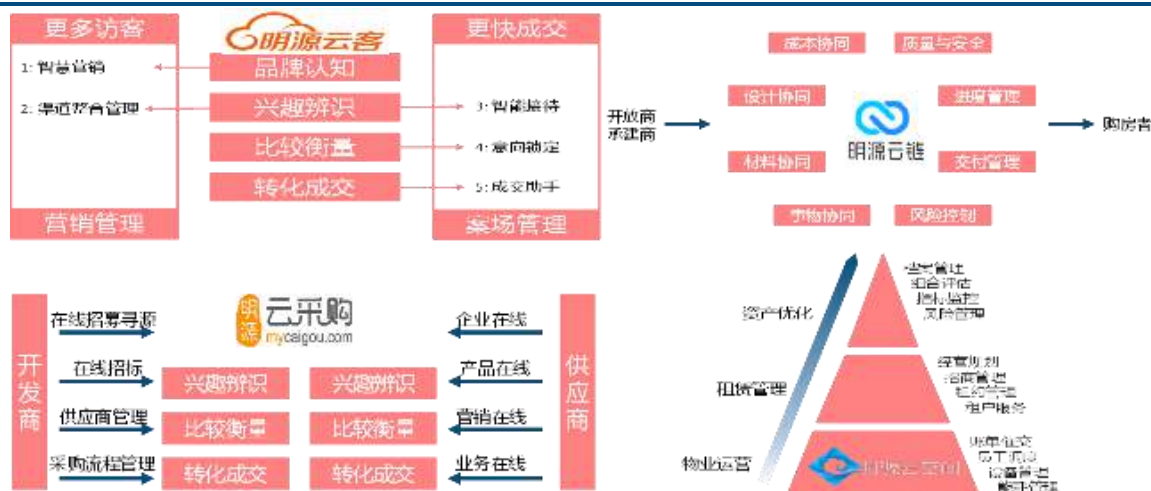


资料来源: Wind, 中信建投

数字化转型是未来房地产开发商重塑增长的强大助力。在行业增速中枢下移，成本管控和效率提升等行业内生需求的带动下，房地产对数字化的依赖程度越来越高，房地产数字化之路将是顺势而为。房地产数字化可以解决行业两大痛点，一是面向开发阶段的数字化，旨在降低成本，相对应的解决方案致力于标准化内部管理系统以及建立平台以同步共享信息数据。二是面向资源管理阶段的数字化，旨在拓宽维护客源，相对应的解决方案连接了物业、销售与客户，例如通过大数据帮助物业更好地了解服务业主，通过网络技术帮助销售为客户提供更便捷精准的服务。

明源云所处的地产行业是 SaaS 垂直应用领域的优质赛道，地产开发商付费能力强，生命周期长且粘性高，有利于公司可持续发展。明源云多年专注于房地产行业，不断升级迭代产品，并在服务中积累经验和行业 know-how，提供更优质更符合客户需求的产品。公司深度绑定渠道，通过位于一线城市（北京、上海、深圳及广州）的销售团队进行直销，并与区域渠道合作伙伴紧密合作，向在中国其他区域的客户营销公司的 ERP 解决方案及 SaaS 产品，以提高成本效益。预计短中期云客仍将是公司营收增长的核心驱动力，长期看好云链、云空间带来的潜在空间。

图表126：明源云 4 大 SaaS 产品：云客、云链、云采购、云空间



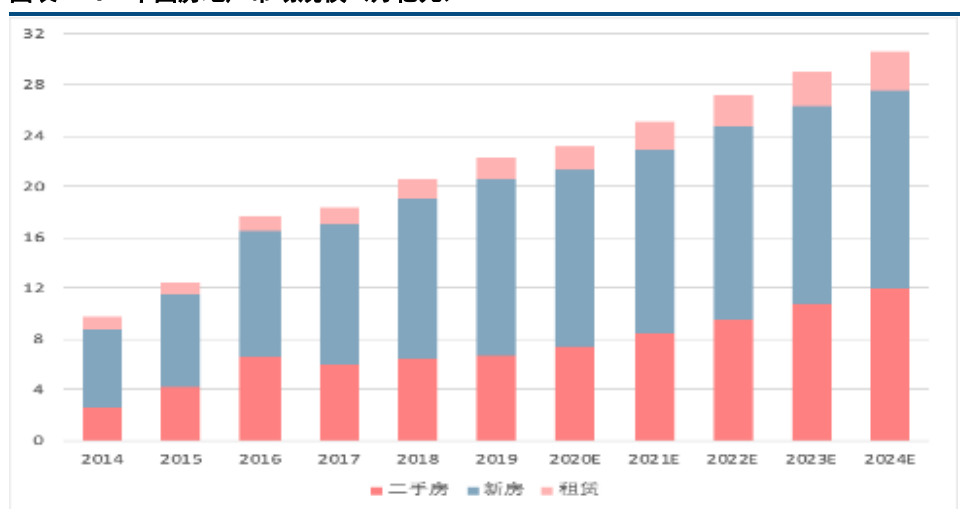
资料来源: 明源云招股书, 中信建投

贝壳起源于链家，是中国最大的房地产交易服务平台，居住服务领域的绝对龙头。2019 年中国住房市场总



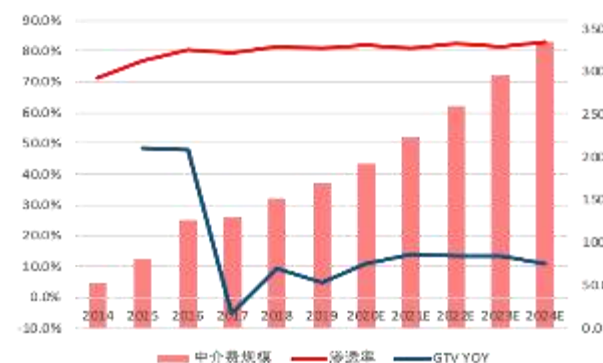
交易规模（GTV）为 22.3 万亿，其中新房市场规模达到 13.9 万亿元，二手房市场规模达到 6.7 万亿，租赁市场也有 1.7 万亿的规模，贝壳平台的 GTV 达到 2.1 万亿，拥有 35.8 万经纪人，入驻贝壳的门店达到 3.8 万家。贝壳作为一个房地产经纪平台，其主营业务包括二手房中介和新房代理。在二手房中介方面，未来存量房交易将迎来扩张，为市场带来非常可观的增长空间，未来五年的 YOY 将会达到 12.5%。而在新房代理方面，当前的渗透率（即新房销售选择进行新房代理的比例）仍处在较低水平，对比美国等成熟的房地产市场，渗透率仍然有极大的提升空间，助推新房代理业务扩张。

图表127： 中国房地产市场规模（万亿元）



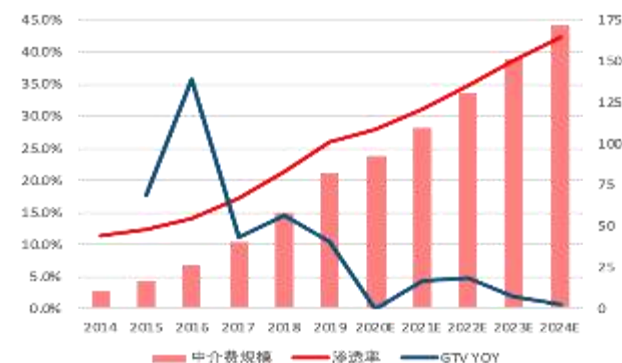
资料来源：CIC Report，中信建投

图表128： 二手房中介业务市场规模（十亿元）



资料来源：CIC Report，中信建投

图表129： 新房代理业务市场规模（十亿）



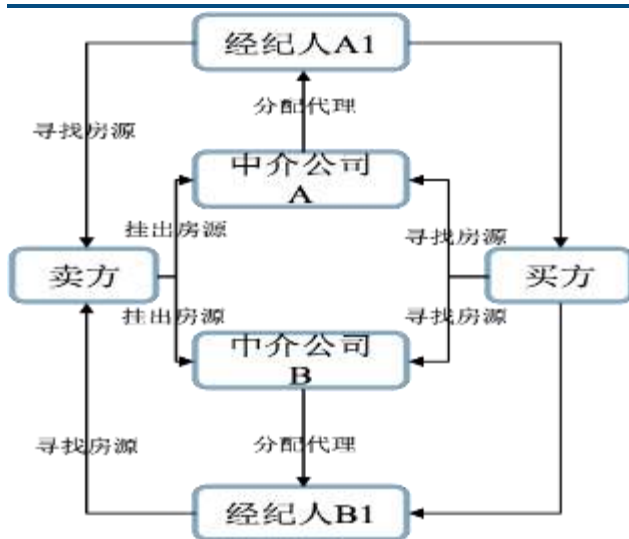
资料来源：CIC Report，中信建投

在中国的房地产交易市场中，主要存在着几类大玩家：1）平台和信息服务商（安居客、房天下），它们的作用是为房屋中介提供一个展示信息的平台，并收取广告和流量费用；2）连锁中介公司（我爱我家、易居房友），它们以自营或加盟的形式在全国各地开设门店完成交易；3）新房代理公司（世联行、合富辉煌），它们和房开商合作专营新房代理业务，并不直接参与个体之间的房屋交易。单论存量房交易，市场中的其他交易者从本质上还是遵循着传统房屋交易模式，互联网平台为交易模式增添的也主要停留在单纯的信息层面，整个市场本质上还是买方和卖方的搜寻从而实现交易，其交易摩擦比较大，一方面体现在房屋交易数据利用不彻底，另一

方面中介公司间差异少，竞争趋于白热化，导致营销成本高。在这种情况下，房源和客源信息很难被有效地整合，同时针对经纪人的服务和针对个人买方和卖方的服务相对割裂，造成了资源浪费和较大的交易摩擦，如经纪人会在多个平台重复投放广告，多家中介会共同竞争房源，导致中介公司的获客成本高、客户资源不够丰富，从而卖家会选择多家中介挂出房源。此外，在市场中平台经营者没有直接参与交易，而中介公司又缺乏足够大的平台来直接推广宣传自身产品，导致整个产业链利益被切割，降低了行业参与者的盈利能力。对于房屋交易的买卖双方而言，都需要一个或几个活跃有大量买家、卖家以及经纪人的大型中介平台，以降低住房交易的隐性成本，提升交易效率和体验。从市场需求和住房交易的痛点来看，中国出现超大型中介平台是大势所趋。

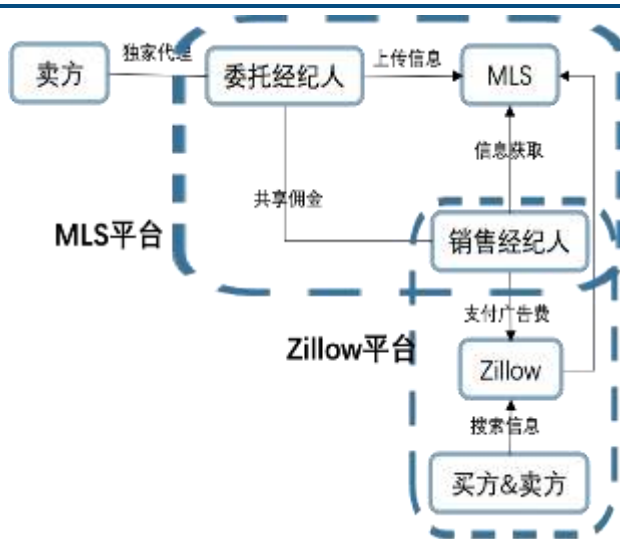
美国房地产交易市场为中国提供了数字化、平台化的解决方案。自 20 世纪 30 年代美国兴起了 MLS(Multiple Listing Service, 直译为多重挂牌服务) 房源平台，以会员联盟的形式，将不同房地产经纪公司纳入一个加盟体系，体系中成员的房源和求购信息集合在一个网站的共享数据库中。在拥有一个充分信息的平台后，市场参与者的搜寻成本、营销费用和交易摩擦都将减少，同时由于房源和客源的数量丰富以及多样化，也能提高房屋中介的附加值，提高了整个二手房交易中中介市场的规模和盈利能力。在 MLS 之外，还有以 Zillow 为代表的针对 C 端用户的平台。Zillow 向 MLS 平台购买数据使用权，为用户提供免费房地产估价服务和各类房地产信息查询服务。MLS 和 Zillow 共同连接了美国二手房市场的各个角色，使得各个房地产中介和经纪人可以被认为形成了一个大型的中介保障了利益不外流。地产中介平台化运行能提高二手房交易市场的标准化、精确化，同时也大大降低搜寻和营销成本，此外还使得经纪人能提供更专业全面的服务，提高了行业的附加值。

图表130：传统房屋交易模式



资料来源：中信建投

图表131：美国房屋交易模式



资料来源：中信建投

而贝壳所构建的新模式比美国模式更进一步，是充分利用数据化和互联网平台化的优势，将 B 端和 C 端有效结合在一起。首先，贝壳拥有一个线上平台，以保证真房源为核心要求，为潜在的购房者提供优质的房源信息相关服务，并提供了和这些房源对应的经纪人的介绍和联系方式。平台背后的核心竞争力是数据驱动，贝壳的前身自 2006 年开始构建楼盘字典，收录包括房源房间门牌号、标准户型图、属性信息、配套设施信息、历史业务数据等多维度信息。截止 2020 年 6 月，楼盘字典已收录全国共 2.26 亿套房源。在此基础上，贝壳通过对用户与网站的交互过程中产生的成交数据、带看数据、搜索和点击数据等大数据的分析，形成用户画像，预估用户中意房屋的类型并智能为其推荐符合其需求的房源、推荐熟悉该小区、好评率高的经纪人为其服务，此外还能通过对历史成交数据的多维度分析来预测未来房价走势、评估房屋竞争力，帮助用户、业主和经纪人提供

决策参考。

在线下门店间，贝壳同样构建了一个数字化的平台，所有的链家自营和贝壳加盟门店都负担了上传信息  
的责任，也同时享有了从平台获取数据和信息的权利。在这个模式下，所有的贝壳门店可以认作是一家中介公司，  
能大大提高房屋卖方和买方的参与激励和用户粘性。相比于其他松散模式的加盟，贝壳能把资源更集中化，触  
发协同效应；相比纯粹自营模式，贝壳模式在店铺扩张、资源获取等方面具有更大的优势，同时轻资产模式运  
营也降低了风险和现金压力。

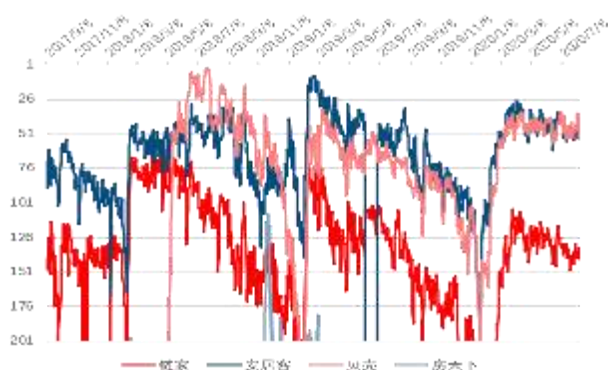
图表132： 贝壳经营模式



资料来源：中信建投

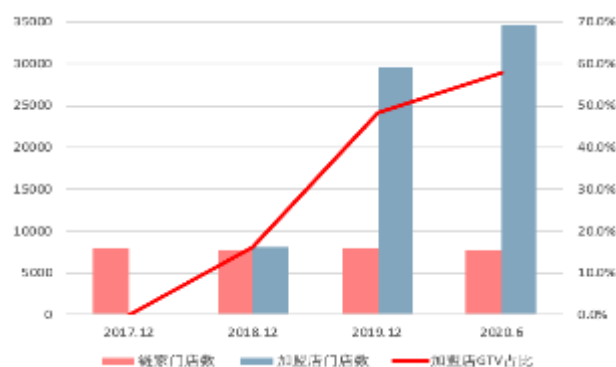
在一个数据化的线上线下双平台构建的背景下，贝壳找房 app 的流量自 2018 年 4 月上线以来就迅速上升，  
并长期保持在同类产品中的领先地位，贝壳加盟门店数量也迅速增长。线上和线下构成了一个正向循环，即线  
上的高流量能吸引更多客户前往线下门店，而线下门店的扩张又能反哺线上，提高线上平台的知名度和可信度。  
从二手房业务的规模也可以看到，贝壳的平台化模式已经使得贝壳在市场中独占鳌头并且保持着较高的增长率。  
并且，受益于平台化带来的知名度的扩张以及潜在客户群体的迅速壮大，贝壳在新房代理业务上也能得到快速  
的增长，从其业务规模迅速超过已在行业内深耕的竞争对手已可见一斑。

图表133： 住房类 App 在所有 App 中排名



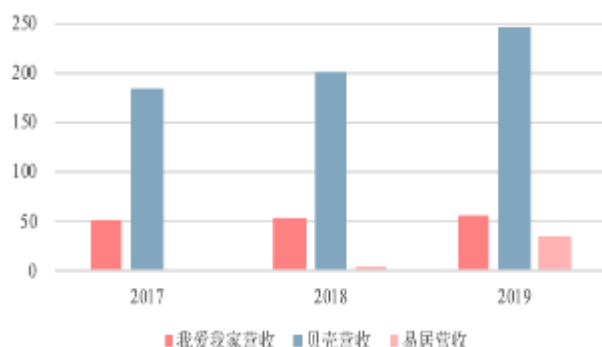
资料来源：蝉大师，中信建投

图表134： 贝壳门店数量



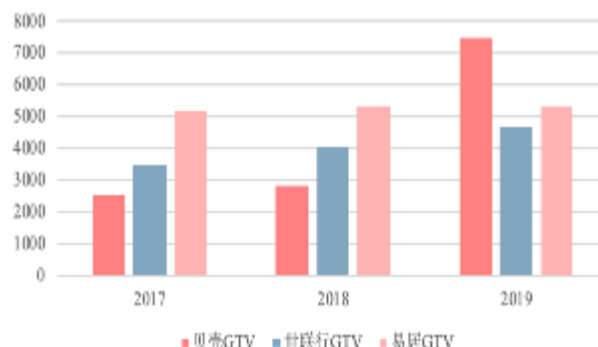
资料来源：公司公告，中信建投

图表135： 中介公司二手房业务规模



资料来源：公司公告，中信建投

图表136： 中介公司新房业务规模

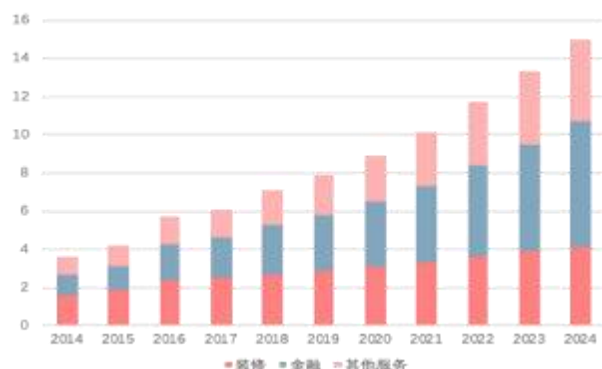


资料来源：中信建投

对于贝壳而言，数字化带来的机遇不仅如此。随着城镇化水平来到较高水准，房地产相关的装修、金融、维修、物管等业务的市场规模将在未来迎来迅速发展，从2014年的不足4万亿到2024年的15万亿。面对这个市场机遇，贝壳利用数字化积极应对互联网家装化浪潮的来袭。

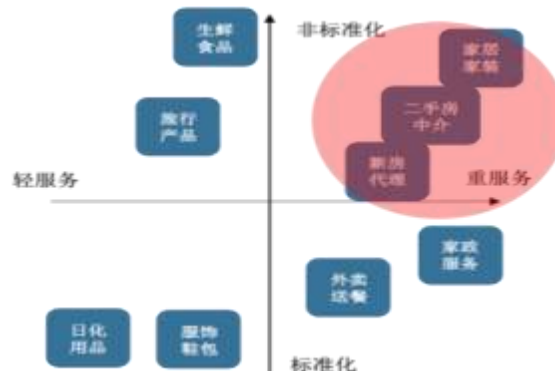
近年来，中国经历了社会生活互联网化的过程，产品售卖线上化逐渐从标准化、轻服务转向非标准化、重服务。贝壳在房地产经纪业务上的成功正是说明了虽然非标准化、重服务的产品在当前还是无法离开线下门店，但是此类产品也能够通过互联网模式取得成功，而这种成功的核心还是贝壳敏锐地观察到了房地产产业数字化的机会，并且通过线上+线下平台化的模式予以践行。贝壳在家装市场选择的路径是线上高流量平台和线下密集的门店的结合，而互联网家装也属于非标准化、重服务的类型，能与贝壳的主营业务产生很好的协同效应。值得注意的是，中国其他的电商巨头多是轻服务或者标准化类型以达到高交易额，还没有像贝壳这样的一家大规模主营非标准化重服务产品的商家。贝壳的专业平台和线下的密集门店为公司未来推进家装服务筑起了较高的护城河，因此在互联网家装推进的过程中，贝壳对于其他互联网巨头以及传统家装企业都具有较大的比较优势。

图表137： 房地产相关服务市场规模



资料来源：CIC Report，中信建投

图表138： 互联网与传统行业融合的不同阶段



资料来源：中信建投

## 六、相关标的和投资建议

### 京东集团（9618.HK）

电商领域，推荐京东集团（9618）：活跃买家数继续保持快速增长，Q3 单季度活跃买家数新增 2420 万，达到 4.4 亿。大商超品类的线上渗透率快速提升，日用品销售收入同比增长 35%，京东物流面向第三方合作伙伴开放，仓库数量和仓储面积继续提升，物流收入同比增长 73%。因品类结构的变化，Q3 毛利率同比上升 0.5 个百分点，达到 15.4%，Non-GAAP 净利润率同比上升 0.9 个百分点达到 3.2%。预计公司净利润将继续保持稳步提升。引自：《[京东集团-SW\(09618.HK\)：活跃买家数快速增长，利润率持续提升](#)》

### 腾讯控股（0700.HK）

数字内容领域，推荐腾讯控股（0700）：《天涯明月刀》及《英雄联盟：激斗峡谷》等新产品上线表现良好，促进游戏稳定增长。视频音频付费率提升，提高社交网络业务收入。广告业务从疫情中恢复。预计 2020-2021 年 non-gaap 利润约 1220.8 亿、1574 亿，当前股价对应 2021 年 36.6 倍 pe。引自：《[腾讯控股 2020Q3 点评：手游强劲，内容付费化喜人，广告复苏，公司保持高速增长](#)》

### 达达集团（DADA.O）

本地生活领域，主线是万物到家，推荐达达集团（DADA）：主打商超到家，行业来看五年约 8 倍成长空间，业绩增长快，龙头地位持续巩固，盈利持续改善，京东到家有望行业内率先实现盈利；业绩高速增长，估值提升空间大。截至 2020 年三季度，京东到家市场市场份额进一步提升至 24%。稳居中国本地零售商超 O2O 平台市场份额第一。我们预计公司 2020-2023 收入分别为 59.26 亿元、93.65 亿元、146.43 亿元、221.63 亿元，收入增速分别为 91.2%、58.0%、56.4%、51.4%。给与重点推荐。引自《[《万千好物，即时可得，京东到家优势进一步巩固》](#)》

### 美团（3690.HK）

美团在持续巩固餐饮外卖优势的基础上，进一步做大非餐到家业务，尤其当前以生鲜为重点主攻方向。生鲜到家领域，美团坚持高线城市以美团买菜为抓手，中低线城市以美团优选主打社区团购。美团优选近几个月单量提升明显。我们非常看好社区团购的发展空间，后续美团新业务有望进一步提升估值，继续给予美团“买入”评级。引自《[美团点评-W\(3690\):外卖盈利超预期，平台优势进一步巩固](#)》

### 阿里巴巴（9988.HK）

用户数继续保持较快增长，年度活跃买家数达到 7.42 亿，环比上季度增加 1600 万，移动端 MAU 达到 8.74 亿，环比增加 2800 万，我们仍预测三年内活跃买家数会达到 9 亿。核心商业收入同比增长 34%，电商保持快速增长，我们认为疫情加速了线上渗透率，人们线上购买生鲜，日用品的趋势将继续保持。云计算收入同比增加 59%，阿里云在 Forrester 全球 SaaS 云市场分析报告名列第三。本地生活、数字媒体娱乐亏损收窄，经营效率



稳步提升。饿了么注册商户数同比增加 30%，优酷日均付费用户同比增加 60%，且经营成本得到了有效控制。

## 拼多多 (PDD.O)

活跃买家数继续保持快速增长，单季度增长 4810 万，达到 7.31 亿。MAU/活跃买家数同比上升 4.7 个百分点达到 88%，用户黏性进一步提升。人均 GMV(TTM) 增速提升，同比增长 27.2%，达到 1993 元。Q3 相对于 Q2，因广告货币化率的降低，整体货币化率逐渐恢复到疫情前的水平，达到 3.24%。Non-GAAP 销售费用率为 69%，同比降低 20pcts，环比降低 4pcts。随着用户对平台的信任和熟悉度越来越高，预计公司的未来的活跃买家数及营收收入将继续快速增长。引自：[《拼多多 \(PDD\)：活跃买家数保持快速增长，农产品助力用户活跃度提升》](#)

## 小米集团 (1810.HK)

三季度小米集团业绩超出预期，营业收入同比增长 34.5%，达到 722 亿元。手机双品牌策略效果显著，Q3 手机业务在境内市场量价齐升，收入同比增长 47.5%，达到 476 亿元。IoT 与生活消费产品方面，三季度持续推出小米透明电视，小米电视大师等新产品，收入同比增长 16.1%，达到 181 亿元。互联网服务方面三季度实现收入 58 亿元，同比增长 8.7%。截止 9 月底，MIUI 月活跃用户达到 368.2 百万，小米电视付费用户达到 4.2 百万。预计随着手机销量增长，发达地区用户规模将继续扩大，互联网人均收入将进一步增长。引自：《小米集团-W(01810.HK)：业绩超出预期，业务整体迎来全面拐点》

## 阅文集团 (0772.HK)

阅文集团分销扩张推动平台的阅读 MAU 及 ARPPU 大增，腾讯管理层的入驻或能增加平台对作者的吸引力以及免费阅读业务的展开。版权运营业务受疫情影响收入不及预期，但平台的 IP 衍生影视剧未来两年的 Pipeline 丰富，加上与腾讯的合作，未来值得期待，预计阅文的整体价值仍有巨大的增长潜力。引自《阅文集团(0772)：阅文 20H1 点评：上半年表现不尽如意，期待新管理层打造 IP 生态》

## 风险分析

海外政策风险上升；国内经济复苏不及预期；行业增速放缓；政策性风险；业绩不达预期。

## 分析师介绍

**孙晓磊：**北京航空航天大学硕士，游戏产业和金融业 4 年复合从业经历。专注于互联网研究，对腾讯、网易、阿里、美团、阅文等互联网巨头有较为深入的理解。

**刘凯：**南开大学国际商务硕士，2016 年加入中信建投。专注于覆盖互联网、传媒、消费等领域，2019 年新财富最佳海外研究入围。

**黄旭：**上海交通大学理学博士，上海交通大学理学学士。重点研究电商、云计算、自动驾驶领域。

**于伯韬：**FRM，香港大学金融学硕士，武汉大学经济学学士，3 年港股策略及行业从业经验。

## 评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

本报告由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

## 中信建投证券研究发展部

北京  
东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层  
电话:(8610) 8513-0588  
联系人:杨洁  
邮箱: yangjie@csc.com.cn

上海  
浦东新区浦东南路528号上海证券大厦北塔22楼2201室  
电话:(8621) 6882-1612  
联系人:翁起帆  
邮箱: wengqifan@csc.com.cn

深圳  
福田区益田路6003号荣超商务中心B座22层  
电话:(86755) 8252-1369  
联系人:陈培楷  
邮箱: chenpeikai@csc.com.cn

## 中信建投(国际)

香港  
中环交易广场2期18楼  
电话:(852) 3465-5600  
联系人:刘泓麟  
邮箱: charleneliu@csci.hk